全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管

透析财报

挖掘十倍牛股

冯涛 ◎著

透过数字的蛛丝马迹 探寻潜力股的价值洼地

在牛市时跑赢大盘，在熊市时逆势而涨



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

透析财报
挖掘十倍牛股

冯涛◎著



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

透析财报 挖掘十倍牛股 / 冯涛著 . —北京：机械工业出版社，2015.10

ISBN 978-7-111-51858-7

I. 透… II. 冯… III. 股票投资 – 研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 245670 号

股市变化无常，如何在股市中选取持续成长型优质公司，在牛市时跑赢大盘，在熊市时逆市而涨。作者根据自己多年的投资经验，探索绩优股股价变化与财务指标变化之间的联系，初步引出利润、价值变化的核心意义，帮助投资者通过分析财务数据选出优质股票，获得可观收益。

透析财报 挖掘十倍牛股

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）

责任编辑：程 琨　　责任校对：董纪丽

印 刷：三河市宏图印务有限公司　　版 次：2016 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

开 本：170mm×242mm 1/16　　印 张：13.25

书 号：ISBN 978-7-111-51858-7　　定 价：39.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：（010）68995261 88361066　　投稿热线：（010）88379007

购书热线：（010）68326294 88379649 68995259　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有 · 侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华章经管

HZBOOKS | Economics Finance Business & Management



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Praise 赞誉

作为价格信号传递最有效的市场之一，股票市场的各种波动将“价格围绕价值波动”的基本规律演绎出千姿百态。而作为上市公司价值中枢的财务分析，向来是价值投资者们不可或缺的基本功。本书作者作为有着上市公司CFO履职经历的实战型专家，对公司财报、投资价值以及市场波动等方面的观察与研究，更值得广大投资者去学习和思考。

——《首席财务官》出版人兼执行总编辑　田茂永

对大多数人来说，股市的涨跌是神秘而不可预测的。很多中国股市的牛人，曾经被看作神一样的预言家，曾经被大家膜拜的对象，都有过这样那样的辉煌，但好景不长，最终都一塌糊涂。回过头看，对股市的判断要靠直觉和经验，同时更要靠调查和分析。冯涛这本书，从2015年的股市风云说起，引出股票投资的问题和盈利要素以及如何分析与选择股票。配合代表性的案例，丝丝入扣，娓娓道来，在讲故事的同时说明深刻的道理，让人倍觉轻松。尤其看到这是ACCA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会员出版的一本书，我更为之而高兴。

——ACCA 北京代表处首席代表　于翔天

本书以财务数据为线索，挖掘上市公司的投资价值。分析方法经典，指标选择精要，讲解翔实，专业而不晦涩，能够做到融会贯通，确是一本难得的回归价值投资理念的诚意之作。

——中信证券股份有限公司董事总经理　高占军

数字是天使的语言，掌握了它就能看透天机。本书立足于实战，揭示了如何用财务数据透析股价长期波动的内在规律，让读懂它的交易者们能够把握自己的命运，不怕报表出老千，我命由我不由天。

——雪球人气用户、《百箭穿杨》作者　小小辛巴

江湖传言，股市七亏二平一个赚。为何多数人在这里赚不到钱呢？老唐个人以为，败在一个“炒”字。炒家，将精力放在了揣摩亿万交易对手情绪的变化上，并试图掌握这个情绪变化所带来的价格波动。很难说这是一个正确的方向，毕竟掌握身边熟人的情绪变化尚且不易，更何况亿万陌生人。

本书作者，上市公司首创股份财务总监冯涛先生，用他丰富的实践经验，指出了另外一条人烟稀少的赢家之道：着眼于企业，通过对财报关键数据的理解，挖掘出未来牛股。这是一条被大量先行者走通的道路，也是一条具有数据和理论支撑的路。麦肯锡公司曾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其组织编写的一本经典投资著作中，用长达600余页的数据和实证，揭示了"长期来看，股市确实是在追寻公司和经济的基本绩效，在出现偏离的时候，通常来自个别行业，而且几乎持续不了几年"的规律。如果你想了解赢家之道，冯先生这本书，值得一读。

——雪球人气用户、《手把手教你读财报》作者　唐朝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言 *Preface*

我是个普通的财务人，毕业后从事财务工作有18个年头了，从一名普通的出纳做起，经过了一年年的磨砺，直到今天，担任着一家上市公司的财务总监。财务人的苦与累我都经历过，考证、评职称等硬件要求逼着人不断学习，我陆续考取了注册会计师、注册税务师、英国特许公认会计师（ACCA）、高级会计师等资格。一路走来，从最早对会计烦琐而寂寞的工作产生过困惑、退缩，到今天高度认同这项工作的价值，财务工作绝不是简单的传统意义上的记账，而是有其丰富的外延和内涵，对企业的价值可能大到难以估量的程度，同时对个人理财、家庭财富增长也有着极其重要的作用。

我也是个普通的股票投资者，入市是在2007年最疯狂的高点，懵懵懂懂就经历了每天财富消失10%的极度焦虑，很长时间状态不好，在极度困惑中寻求解答。看过江恩、波浪、通道、K线等书籍，每种理论都有道理，都有实证，但可能是每个人领悟点都有所不同，我简单应用下来也没取得好的成绩；也通过财务分析笃定全仓选择了一只股票，但心态不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成熟，稍一震荡就轻易放弃了这只后来两年内股价实现十倍增长的优质股，正是这些经历，让我开始思考如何投资，如何构建自己的投资体系。凭着对财务数据的理解，我慢慢摸索着如何透过财务数据看一个企业的昨天、今天，甚至预测明天，并逐步形成了自己相对成型的理念，遵其执行，到今年上半年取得了尚可的收益。此书是我对财务和投资的一点点心得与体会，拿出来与大家分享。

本书第 1 章从贵州茅台等绩优股股价变化、十家环保类上市公司股价变化与财务指标变化之间的联系，初步引出利润和股价变化的核心联系和主要逻辑，分析拥有股价持续上涨潜力股票的特质。第 2 章，从影响股价的实质性指标（收入和利润）、辅助性财务指标、辅助性管理指标着眼，并结合实例，分析各项因素的实质性变化和相应的股价变化，同时也对新经济模式下互联网公司如乐视网、Facebook 的价值进行了分析。第 3 章，提出核心选股工具，“收入和利润增长率的 4 个象限 16 种变化”，收入和利润的不同变化，间接反映了企业的生存状态和未来发展趋势，对股票投资直接判断其价值。第 4 章，是我理解的投资之道和术，如何选择白马股、烈马股和黑马股，如何在熊市脱困。第 5 章，实例分析，对格力电器 2013 年和 2014 年年报进行对比分析，相对系统地进行财务分析和价值分析，初步推断其未来价值走势。

本书的一个特点是最新实例复盘，主要是 2015 年上半年实例，依据上市公司年报、公告中的财务数据，结合投资整合分析，提出财务数据和股价变化之间的逻辑关系，大胆分析求证，小心推演逻辑。既有汉能薄膜发电、东芝公司、绿大地、万福生科的财务造假分析，也有贵州茅台、格力电器、云南白药、科大讯飞、三川股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期稳定成长背后的财务数据支撑；既有中国中车、龙头股份股价暴涨的并购重组财务影响，也分析质疑了乐视网的财务数据问题，并从较长时间周期验证财务数据和股价变化的逻辑关系。

在股市中，没有一种绝对的方法能保证你赢，但我们终究需要一种方法来指导投资，在这个充满变数的股票世界里，获得财富的持续增长。不用惧怕庄家内幕，不要担忧政策风险，这些我们无法控制，我们所能做的是建立自己的股票投资思想体系和操作框架系统，独立于自己的情绪。比别人更善于思考，更善于运用财务工具和财务数据，在不确定中寻找最大概率的确定性投资，实现规律性盈利，可能使我们走得更远一些。我理解的投资之道是公司大势为重，所在的行业和公司自身价值判断最重要，公司增长趋势的概率性判断比单纯的买卖点更重要；术也需要揣摩提升，战术的安排，盈亏目标的设定（止盈和止损），增减仓安排，投资心态，操作频率的控制等。我的这些感受还很肤浅，还不够成熟，如果能对投资者有些许的帮助，不胜荣幸。

在本书的出版过程中，机械工业出版社华章公司的华蕾编辑曾给予很大帮助，在此，作者对出版社和华蕾表示衷心感谢。

由于作者水平有限，书中难免存在一些不妥之处，敬请大家批评指正。

冯　涛

2015 年 9 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Contents 目录

赞誉

前言

第1章 探寻股价的变化规律 / 1

1.1 股海沉浮，总有逆市而行者 1

1.2 那些无关牛熊的绩优股 4

1.3 股票投资的三个问题和三个盈利要素 7

1.3.1 股票投资的三个问题 7

1.3.2 股票投资的三个盈利要素 18

1.4 财务数据和股价变化的关联性：以环保行业为例 21

第2章 影响股价变化的核心财务指标分析 / 29

2.1 影响股价的实质性财务指标 33

2.1.1 收入和利润的去伪存真 33

2.1.2 收入的实质分析 38

2.1.3 利润的实质分析 47

2.2 影响股价的辅助性财务指标 57

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.2.1 净资产收益率 / 总资产收益率——研究投资盈利能力 57
2.2.2 毛利率——研究竞争地位 60
2.2.3 资产负债率——研究风险和融资能力 61
2.2.4 经营性现金流——研究企业利润成色 64
2.2.5 预收账款和应收账款——研究利润的蓄水池和风险池 65
2.2.6 商誉——研究利润下滑风险 67
2.2.7 同业财务指标比较——研究公司的竞争地位 71

2.3 影响股价的辅助性管理指标 74

2.3.1 行业基本面和企业基本面——研究企业发展的背景 74
2.3.2 技术的研发能力——研究企业发展后力 76
2.3.3 业务的专一性——研究公司的风险和机会能力 77
2.3.4 管理层——研究企业发展的基石 79
2.3.5 商业模式——研究企业估值的乘数 82
2.3.6 主要客户——研究公司收入增减的异常 83

2.4 新经济模式下的股价影响因素 86

2.4.1 乐视网受质疑的成长 86
2.4.2 Facebook 的估值变化 91

第3章 选股关键工具——收入和利润增长率的16种变化 / 95

3.1 第 I 象限：收入增长且利润增长的公司 97
3.2 第 II 象限：收入下降但利润上升的公司 100
3.3 第 III 象限：收入下降且利润下降的公司 101
3.4 第 IV 象限：收入增长但利润下降的公司 102

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 投资的道和术 / 111

4.1 选股 111

4.1.1 白马股的选择——持续稳定增长的股票 113

4.1.2 黑马股的选择——业绩转向的股票 118

4.1.3 烈马股的选择——资产重组的股票 123

4.2 投资时点 135

4.3 不断调整的股价估值体系 136

4.4 严格执行交易纪律 137

4.5 投资心态 138

4.6 熊市的脱困之术 139

4.6.1 止损，减仓，空仓 140

4.6.2 自救 142

4.6.3 坚持 147

第5章 案例分析——如何从格力电器年报挖掘投资信息 / 148

5.1 重要提示、目录和释义 149

5.2 公司简介 149

5.3 会计数据及财务指标摘要 149

5.4 董事会报告 149

5.5 重要事项 149

5.6 股份变动及股东情况 167

5.7 董事、监事、高级管理人员和员工情况 167

5.8 公司治理 167

5.9 内部控制 167

5.10 财务报告 167

5.10.1 资产负债表 167

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.10.2 利润表 171

5.10.3 现金流量表 172

5.11 备查文件目录 184

5.12 对格力电器的整体分析 184

5.12.1 收入和利润分析 184

5.12.2 辅助性财务指标 188

5.12.3 辅助性管理指标 189

5.12.4 收入和利润增长率分析 191

5.12.5 投资价值判断 192

后记 / 195

参考文献 / 197

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Chapter 1 第1章

探寻股价的变化规律

1.1 股海沉浮，总有逆市而行者

2015 年 6、7 月的股市寒冬，来得这么快，这么冷。亲历中国股市的股民，见证了这一场突如其来的股市暴跌，这注定是个载入史册的记忆。

从 2015 年 6 月 12 日上证指数高点 5 178 点开始，中国股市连续暴跌，到政府出台暂停 IPO 等一系列重磅武器救市，7 月 9 日开始反弹（见图 1-1）。下跌的 18 个工作日内，指数呈断崖式下跌，上证指数最高峰时下跌 35%，跌去七成的股票并不少见，许多股民经历了每天股票财富损失 10% 的惨痛经历，众多股票配资者被无情平仓，多年财富化为乌有。

每个人的经历都是不同的，它影响了很多人的命运，也改变了很多人的心态。新入市者，领教了市场的无情，产生敬畏之心；对于许多老股民而言，也有不明和惊愕。虽说每个人的感触不同，但投资心态、投资原则和逻辑都必然受到影响和重构。价值投资到底是否适合中国股市，可能会被深深质疑。如果我们还在这个市场，还在努力做着股票投资，就必须要有清醒的认识——该如何看待股票投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 1-1 上证指数 2015 年 4 月 24 日～2015 年 7 月 9 日日线图

这里介绍一只神奇的股票——贵州茅台，堪称定海神针，无论大盘如何腥风血雨，出现千股跌停的惨烈局面，它自岿然不动，没有过一次跌停，就像一只巨轮，稳如泰山般地在巨浪中前行（见图 1-2）。



图 1-2 贵州茅台 2015 年 4 月 16 日～2015 年 7 月 9 日日线图

股票的暴涨暴跌，既有如坐上火箭般的刺激，也有惊涛骇浪下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的恐惧，过山车般的感觉让人难以言述，有人因股票暴富，也有人因股票破产。天下熙熙皆为利来，天下攘攘皆为利往，大家都在参与这个追逐金钱的游戏。

很多人认为股票投资是个赌博的游戏，没有规律可言，只是个赌大小的游戏。股市的精彩之处就在于从结果来看，普通投资者赌大小式的瞎猜也不一定输给专业股评师，也就有了股市是赌场一说。

我们若把股市看作赌场，那就是零和游戏，长久下来，我们必输无疑；看成智力寻宝游戏，在收获金钱的同时也能赢得自信。

如果把每只股票都当作舞台上的竞选人，都在争取最后的赢，但输赢的结果是由数以千万计的场内外评委合力决定最终结果，任何一种力量都可能在过程中突然影响到其结果，本质上没有任何一种模型或方法能实现绝对的赢，这本身就是个概率游戏。

生命中最有趣且最艰巨的工作，就是在不确定性中寻求最大概率的确定性。投资我们的金钱，获得合理回报或超额回报。

那股票投资到底是否有规律可循？我们无法简单判定，中国儒家思想中的格物致知教育我们应研究事物发展的规律。除去单纯听消息选股的人，每个投资人都有自身独有的思路和方法，或研究宏观经济形势，或研究利率汇率变化，或研究行业基本面，或研究市场心理，或研究个体公司，或研究 K 线，或研究大资金进出，或研究各种指标体系，仁者见仁，智者见智，不一而足。

研究方法无论是技术分析还是基本面分析，其核心都是在研究以往历史、数据分析的基础上总结出一系列的投资逻辑体系，进而提炼出具体的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.2 那些无关牛熊的绩优股

投资者投资股票的唯一目标是盈利，无论采取哪种投资策略，我们最终需要的一定是“赢”的策略。那我们就先从大家耳熟能详的绩优股贵州茅台和格力电器说起，看看值得股东信任、会给股东带来财富的股票有哪些具体特征（见表 1-1）。

表 1-1 贵州茅台和格力电器的分红总额与股本扩张情况

项目	贵州茅台	格力电器
总融资总额（万元）	204 035.00	515 184.32
总派现总额（万元）	2 181 848.00	2 179 030.32
总派现总额与总融资总额之比	10.69	4.23
股本扩张倍数	5.17	79.21

资料来源：中信证券，截至 2014 年 12 月 31 日。

先看下贵州茅台的表现吧，很多人说，我买了贵州茅台的股票就拿到退休了，退休后每天卖出 1 股作为生活费就够了。让我们仔细算一下贵州茅台对投资者的价值贡献。

贵州茅台是典型的现金贡献型企业，自上市后到 2014 年 12 月 31 日，派现 13 次，累计分红约 218 亿元，是上市募资额的 10.69 倍；未进行过一次再融资，历年送股 6 次，股本扩张 5.17 倍，是一个值得点赞的企业。

格力电器更注重股本的扩张，历年配股 2 次，增发 2 次，送转股 8 次，股本扩张 79.21 倍，扩张迅速；派现 17 次，累计分红约 218 亿元，是资本市场募资额的 4.23 倍。

我们再看一下它们对股东的整体贡献。

由于上市公司在现金分红、公积金转增股本、配股等方面存在差异，为综合比较股票投资收益，可以采取前复权和后复权这两种方法。前复权是保持现有价位不变，将以前的价格缩减，也就是将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除权前的 K 线向下平移，使图形吻合，是一种以现价为基础往前倒推的 K 线图。后复权以该股上市价格为基础，如当时买入，参与全部配送、分红，一直持有到目前的价位，便于计算上市以来累计涨幅，是一种以上市历史价为基础向后倒推的 K 线图。

Tips：

证券交易软件都有此功能，以中信证券至信全能版为例，点开任何一只股票 K 线图，点右键出现界面“复权处理”，出现前复权、不复权、后复权和定点复权等，选中即可。前复权方式下上市初期股价可能缩减到负数，测算增幅出现偏差，但显示目前股价比较直观。后复权易于测算股价从上市初到目前增幅，但显示目前股价理解抽象。

先看两者上市以来累计涨幅（按后复权计算），贵州茅台 2014 年 12 月 31 日收盘价相比 2001 年上市开盘价（假设你在上市第一天开盘时买入）累计涨幅 30 倍。这意味着假如你在 2001 年贵州茅台上市时，买入 1 万元市值的股票并一直持有，14 年后的今天，你一分钱未再追加投资，手里的股票在 2014 年年末市值和历年分红合计 31 万元。而格力电器 2014 年 12 月 31 日收盘价比 1996 年上市开盘价累计涨幅达 151 倍，就表明如果你在 1996 年格力电器上市时买入 1 万元的股票，到 2014 年年末市值和历年分红达 152 万元。

以年化收益来看，两家公司对股东的贡献的年复合增长率基本相同，分别为 30% 和 32%，给股东创造了基本相同且非常可观的收益。

Tips：

年复合增长率（Compound Annual Growth Rate，CAGR）是指一项投资在特定时期内的年度增长率，如年复合增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率 30%，开始投资 1 万元，第一年后 1.3 万元，第二年后 1.69 万元，十年后价值 13.79 万元。CAGR =（现有价值 / 基础价值）$^{(1/N)}$ − 1。主要用于计算投资平均回报，衡量不同投资组合的表现。

再从前复权图看这两家公司股价变动的韵律，如图 1-3 和图 1-4 所示。



图 1-3 贵州茅台 2001 年上市～2014 年 7 月月线图（前复权图）

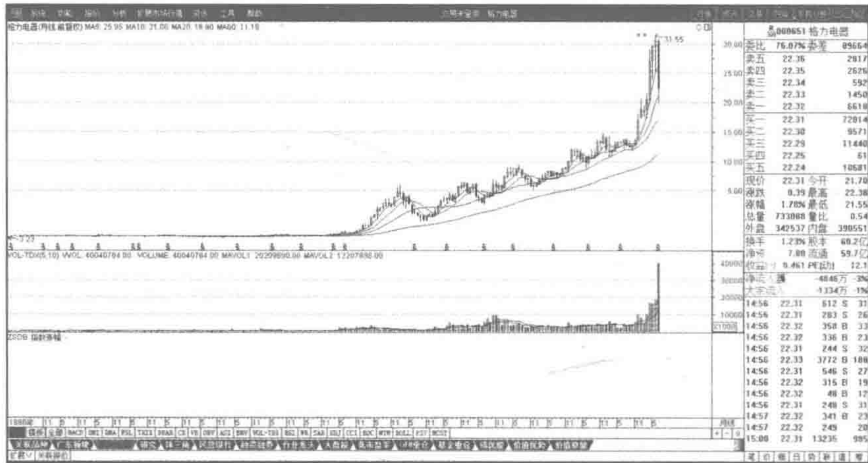


图 1-4 格力电器 1996 年上市～2014 年 7 月月线图（前复权图）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Tips：

看一家公司的股价变化可以看年线、月线、周线、日线、60分钟线、30分钟线等维度，主要是按不同的时间周期显示K线，投资者可以根据自己的习惯选择，通常长期分析看年线和月线，短期分析看周线和日线。

1.3 股票投资的三个问题和三个盈利要素

1.3.1 股票投资的三个问题

投资者在选择股票前需要思考以下三个问题。

1. 是否存在一种可独立于市场、持续为股东带来价值的股票?

各个股票上市日期不同，单纯看其历史的增长率不尽客观，同时也和大的证券市场走势有关。因此我们选取近十年（2005～2014年）的时间段，对比贵州茅台、格力电器和同期上证指数的差异。这十年，上证指数累计上涨1.57倍，贵州茅台上涨17.40倍，格力电器上涨30.58倍，两家公司获得了高于同期普通股票的收益水平。可以说这两家公司的股票走出了独立于市场，不惧市场波动的稳定走势，足以证明存在一种优质股票，其上涨不是因为牛市来了随所有的股票都在涨，它们同时又有很强的抗跌性，不会因大盘下跌而过度拖累。我们花费时间和心血去选股有其重要的意义。

2. 持续为股东带来价值的公司，是否也存在阶段性的经营拐点和股价拐点，其经营拐点和股价拐点是否存在相关性?

从表1-2中我们可以观察到，最近十年，贵州茅台和格力电器表现明显优于大盘，但贵州茅台在个别年度表现差于大盘，分别是在2009年和2013年；格力电器做到了2005～2013年强于大盘，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-2 贵州茅台和格力电器 2004 ～ 2014 年股价变化与上证指数对比表（后复权） （%）

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	整体增减幅度
上证指数年末点位较年初点位的增减幅	−8	130	97	−65	80	−14	−22	3	−7	53	157
贵州茅台年末股价较年初股价的增减幅	50	333	158	−52	55	9	16	10	−34	58	1 740
格力电器年末股价较年初股价的增减幅	9	140	326	−41	125	−4	−3	48	31	17	3 058

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘涨时，它涨得更快；大盘跌时，它跌幅小，2014 年表现逊于大盘。两家公司股价只是市场的简单波动，还是有条线在牵引着股价？

一家公司的股价受多种因素影响。由于上市公司的财务报表不单纯是企业财务状况、经营业绩、现金流等财务信息的综合反映，其实质也是企业战略、经营等工作通过财务数据的反映，是投资人了解公司、进行投资的最基础和最全面的参考依据。公司财报（年报和季报等）反映公司的历史，也预示公司的未来，本书的主要内容就是围绕财务数据和股价关联性这个逻辑来分析，其他股价影响因素未在研究范围内。

按照传统财务分析的角度，第一步，先看资产负债表、利润表和现金流量表等，如介绍资产负债表的概念，资产、负债、所有者权益之间的关系，“资产 = 负债 + 所有者权益”公式，资产负债表的作用。

第二步，逐项分析其构成，资产的金额，其中，流动资产有多少，固定资产有多少。在流动资产中，货币资金多少，应收账款多少，其他应收款多少。解释每项的含义，如固定资产的含义、确认、折旧方法、残值、核销、减值计提等。

第三步，分析相关指标的意义，如流动比率 = 流动资产 / 流动负债。若比率过低，则表明短期偿债能力较弱，合理的流动比率是 2，等等。

市场上已经有很多经典的书目介绍上述内容了，本书就不再班门弄斧了，跳过上述内容，读者可以结合着相关书籍来阅读。

一家上市公司年报中的财务报告，主要包括审计报告、会计报表、会计报表附注三部分。

审计报告是会计师事务所对上市公司年度会计报表发表审计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意见的书面报告，审计意见包括标准无保留意见、非标准审计意见（带强调事项段的无保留意见、保留意见、否定意见、无法表示意见）。据统计，2012 年上市公司非标准财务报表审计报告占 3.60%。一般而言，非标准审计意见主要针对盈利差、资产质量差、粉饰报表的公司，投资者或认真分析原因，或简单规避就行了。

会计报表包括资产负债表、利润表、现金流量表和所有者权益变动表。资产负债表反映公司在特定时点所拥有的资产、负债和所有者权益情况；利润表反映一定时期的收入和损益等经营成果情况；现金流量表反映一定时期企业的资金收支情况；所有者权益变动表反映一定时期所有者权益变动的情况。

这四张表分别又包含了合并报表和母公司报表。上市公司一般除自身独立法人外，还会投资控股一些公司，合并报表是指上市公司将自身和能够实施控制的公司合并起来成一张报表反映相关数据；母公司报表反映上市公司自身独立法人的数据。通常意义上，投资者使用的都是合并财务报表数据。

会计报表附注是会计报表的重要组成部分，是对各会计科目的详细解释和信息补充，很多重要信息是从中挖掘出来的，如关联交易、对外担保、税收、研发投入、各类资产折旧方式等，为投资者提供了很多决策参考依据。

基于上市公司的年报，对财务数据的重新分类整理，可以按照偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力、杜邦分析等几大类细化为数百项财务分析指标。各类财经网站如网易财经、和讯网、东方财富网等都直接提供了相关数据。

财务信息浩如烟海，但对决策的有效信息不足 10%，而且财务信息从单一表现上不能直接发掘出有效信息，需要多个数据源综

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合成有效决策信息。

本书选取最核心的财务信息，即主要的三张会计报表（资产负债表、利润表和现金流量表）和主要财务分析指标来看一家公司的发展和股价变化的影响因素。具体如何从年报到具体财务分析见文中的案例——格力电器年报分析（见第 5 章）。

首先来看一下贵州茅台 2005 ～ 2014 年的主要财务数据与财务指标（见表 1-3 和表 1-4）。由于三张主表数据很多，表 1-3 选取了较重要数据，其他数据略。

仔细观察可以发现在所有指标中，贵州茅台净利润增长率与其股价表现有更强的相关性，其在 2009 年、2013 年度，分别是其利润增速相对最低的年份（见图 1-5），恰恰也是其股价表现落后于大盘的年份。

再来看一下格力电器的主要财务数据，精炼后如表 1-5 所示（见第 17 页）。

我们观察所有指标的变化中，比较明显的是净利润的稳定增长，基本能持续保持 30% 左右的增长，这也是对股价强有力的支撑。而且格力电器利润的持续增长也不同于贵州茅台利润的阶段性波动，最低年份增长速度也保持在 20% 以上。

Tips：

利润有多种概念。利润总额，指营业收入减去所有成本费用后形成利润；利润总额扣除所得税后是净利润；净利润扣除少数股东损益后是归属于母公司所有者的净利润。

利润总额 − 所得税 − 少数股东损益

= 归属于母公司所有者的净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-3 贵州茅台 2005 ~ 2014 年主要财务数据 （单位：万元）

报告日期	2005.12.31	2006.12.31	2007.12.31	2008.12.31	2009.12.31	2010.12.31	2011.12.31	2012.12.31	2013.12.31	2014.12.31
营业收入	393 052	489 619	723 743	824 169	967 000	1 163 328	1 840 236	2 645 534	3 092 180	3 157 393
营业利润	191 885	248 379	452 534	539 038	607 552	716 091	1 233 616	1 883 074	2 179 154	2 210 297
投资收益	43	301	181	132	121	47	338	310	301	310
营业外收支净额	97	96	—	—	502	151	−150	−13 025	−35 918	−22 063
利润总额	192 025	248 819	452 203	538 530	608 054	716 242	1 233 466	1 870 049	2 143 236	2 188 234
归属于母公司所有者的净利润	111 854	150 412	283 083	379 948	431 245	505 119	876 315	1 330 808	1 513 664	1 534 980
经营活动产生的现金流量净额	169 371	210 517	174 330	524 749	422 394	620 148	1 014 856	1 192 131	1 265 502	1 263 252
现金及现金等价物净增加额	99 366	57 111	24 849	337 102	164 943	314 524	536 630	380 731	−7 026	300 549
总资产	805 760	938 892	1 048 147	1 575 419	1 976 962	2 558 758	3 490 087	4 499 821	5 545 415	6 587 317
流动资产	601 952	675 057	727 150	1 224 075	1 565 559	2 030 028	2 782 963	3 622 508	4 193 158	4 757 093
总负债	289 520	339 389	211 262	425 077	511 806	703 819	949 749	954 417	1 132 506	1 056 161
流动负债	289 520	339 389	211 262	425 077	510 806	702 819	948 072	952 640	1 130 729	1 054 384
股东权益不含少数股东权益	509 190	589 701	823 411	1 124 457	1 446 598	1 839 877	2 499 118	3 414 965	4 262 222	5 343 040

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-4　贵州茅台 2005 ～ 2014 年主要财务指标

会计年度	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
偿债能力										
流动比率	2.08	1.99	3.44	2.88	3.06	2.89	2.94	3.8	3.71	4.51
速动比率	1.44	1.41	2.35	2.15	2.24	2.1	2.18	2.79	2.66	3.09
现金比率	1.34	1.32	2.24	1.9	1.91	1.83	1.93	2.32	2.23	2.63
权益负债比率	1.76	1.74	3.9	2.65	2.83	2.61	2.63	3.58	3.76	5.06
清算价值比率	2.74	2.73	4.84	3.6	3.77	3.57	3.59	4.62	4.58	5.9
营运资产与总资产的比率	0.39	0.36	0.49	0.51	0.53	0.52	0.53	0.59	0.55	0.56
现金与总资产的比率	0.48	0.48	0.45	0.51	0.49	0.5	0.52	0.49	0.45	0.42
资产负债率	0.36	0.36	0.2	0.27	0.26	0.28	0.27	0.21	0.2	0.16
盈利能力										
加权净资产收益率（%）	24	28	39	39	34	31	40	45	39	32
资本金收益率（%）	237	159	300	403	457	535	844	1282	1458	1344
毛利率（%）	83	84	88	90	90	91	92	92	93	93
销售净利率（%）	30	33	41	49	47	46	50	53	52	52
营业利润率（%）	49	51	63	65	63	62	67	71	70	70
成本费用利润率（%）	95	103	167	189	169	160	203	245	232	218
非经常性损益比率（%）	0	0	0	0	0	0	0	0	−1	−1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

会计年度	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
运营能力										
应收账款周转率	105	88	127	203	344	1 028	10 576	2 640	3 299	12 066
应收账款回收期（天）	3.43	4.09	2.83	1.77	1.05	0.35	0.03	0.14	0.11	0.03
流动资产周转率	0.73	0.77	1.03	0.84	0.69	0.65	0.76	0.83	0.79	0.71
固定资产周转率	4.619 8	4.439 5	4.738 8	4.098 5	3.605 9	3.159 1	3.825	4.323 6	4.032 9	3.340 6
存货周转率	0.39	0.41	0.41	0.3	0.26	0.22	0.24	0.24	0.2	0.17
存货销售期（天）	931.11	872.55	883.75	1 219.8	1 383.47	1 669.57	1 480.77	1 483.88	1 764.17	2 064.29
总资产周转率	0.54	0.56	0.73	0.63	0.54	0.51	0.61	0.66	0.62	0.52
财务能力										
资本固定化比率	0.4	0.45	0.39	0.31	0.28	0.29	0.28	0.26	0.32	0.34
固定资产与长期负债率	—	—	—	—	316.87	419.19	323.55	383.08	479.64	583.89
固定资产与股东权益比率	0.38	0.42	0.22	0.19	0.22	0.23	0.22	0.2	0.2	0.19
权益系数	1.58	1.59	1.27	1.4	1.37	1.39	1.4	1.32	1.3	1.23
产权比率	0.57	0.58	0.26	0.38	0.35	0.38	0.38	0.28	0.27	0.2
股东权益比率	0.63	0.63	0.79	0.71	0.73	0.72	0.72	0.76	0.77	0.81
成长能力										
营业收入增长率（%）	31	25	48	14	17	20	58	44	17	2
应收款项增长率（%）	39	24	−42	39	96	−49	23	−13	34	524

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利润增长率（%）	36	34	88	34	14	17	73	52	14	1
固定资产投资扩张率（%）	27	28	49	20	45	32	29	25	25	22
总资产扩张率（%）	26	17	12	50	25	29	36	29	23	19
每股收益增长率（%）	14	−33	88	34	14	17	58	52	14	−8
净资产增长率（%）	22	16	40	37	29	27	36	37	25	25
现金流量										
每股经营现金净流量（元）	3.59	2.23	1.85	5.56	4.48	6.57	9.78	11.48	12.19	11.06
资产的经营现金流量回报率	0.21	0.22	0.17	0.33	0.21	0.24	0.29	0.26	0.23	0.19
经营现金净流量对负债的比率	0.58	0.62	0.83	1.23	0.83	0.88	1.07	1.25	1.12	1.2
单股指标										
每股净资产（元）	10.79	6.25	8.72	11.91	15.33	19.49	24.07	32.89	41.05	46.79
每股收益（元）	2.37	1.59	3	4.03	4.57	5.35	8.44	12.82	14.58	13.44
扣除非经常损益的每股收益（元）	2.37	1.59	3	4.03	4.56	5.35	8.44	12.91	14.88	13.59
每股经营活动产生的现金流量净额（元）	3.59	2.23	1.85	5.56	4.48	6.57	9.78	11.48	12.19	11.06
每股资本公积（元）	3.91	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.32	1.32	1.32	1.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

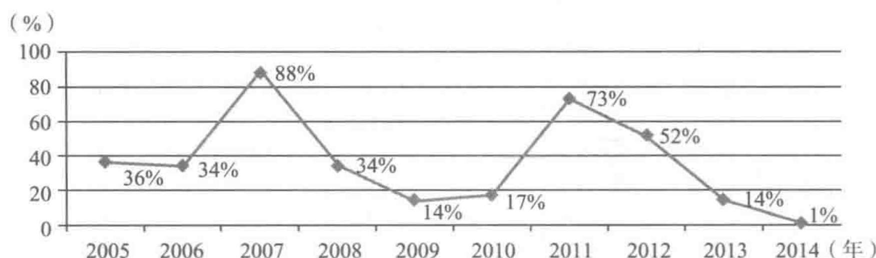


图 1-5　贵州茅台 2005 ～ 2014 年净利润增长率图

目前上市公司数据统计指的净利润多指归属于母公司所有者的净利润，本书中如无特指，均为归属于母公司净利润。

究竟是静态指标影响股价，还是动态指标影响股价。从上述数据间的关联性看，净利润的动态变化更影响股价。传统意义上静态高收益指标的股票不一定意味着未来股价表现优异。趋势才是影响股价的核心因素，未来预期增长、超预期增长的股票价格上涨更快。

贵州茅台自上市到 2014 年年末的股价年复合增长率是 30%，其利润的年复合增长率是 34%。格力电器自上市到 2014 年年末股价年复合增长率是 32%，其利润的年复合增长率是 27%。两组数据看来股价和利润存在着相当的关联性，让人不禁佩服数据的魔力。

3. 投资时间差异带来的投资收益的差异性

如同足球比赛分上半场和下半场，同一股票的在不同阶段的表现也不一致，以贵州茅台为例（见图 1-6，第 18 页），2005 ～ 2007 年股价快速增长，处于高爆发期。2008 年跟随整个证券市场遭受重创，但在 2009 ～ 2012 年温和反弹，2013 年又有所下滑，2014 年反弹。从整个周期看，一只在十年能涨 17 倍的股票，不同进场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-5 格力电器 2005 ~ 2014 年主要财务数据

（%）

会计年度	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
净资产收益率	19	22	32	32	33	37	34	31	36	35
毛利率	19	18	18	20	25	22	18	26	32	36
资产负债率	78	79	77	75	79	79	78	74	73	71
营业收入增长率	32	44	44	11	1	42	38	19	19	16
净利润增长率	20	36	84	55	48	47	22	41	47	30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的结果也是完全不同的，如在 2007 ～ 2008 年追求稳定投资的投资者买入贵州茅台的股票，在接下来的五年或更长的时间里，股价几乎在围绕着你买入的价格上下 50% 范围内波动，从长期看就是一条窄幅波动的曲线，五年里时间价值难以得到补偿？是等待另一个大牛市，还是放弃它？此非普通投资者所能承受，那么何时进退便成为更核心的问题。

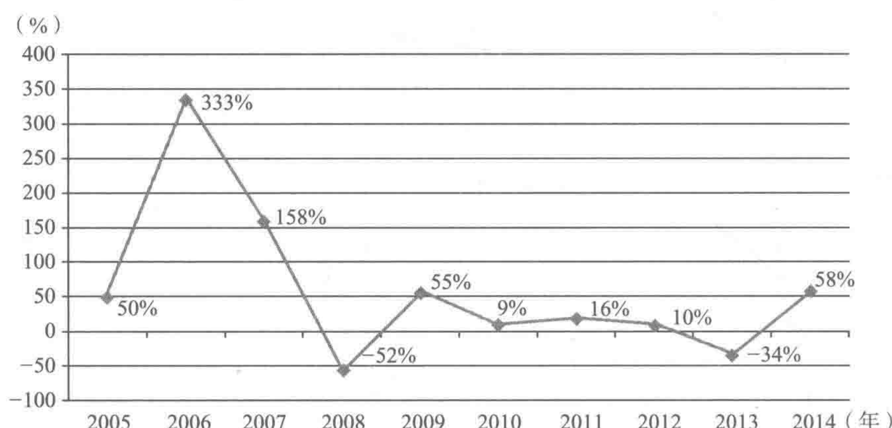


图 1-6　贵州茅台 2005 ～ 2014 年股价较上一年增减幅图

1.3.2　股票投资的三个盈利要素

投资者追求股票投资的盈利，必须关注三个核心影响因素：找到拥有股价持续上涨潜力的股票，选择合适的投资时间，选择合适的退出时间。

1. 找到拥有股价持续上涨潜力的股票：成长的力量

好的公司并不直接意味着股价可以持续上涨，我们可以看到 A 股的上市公司中不论是营业收入排名靠前的中石化、中石油，或是利润排名靠前的工商银行、建设银行，或是每股收益靠前的贵州茅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台、中国平安，其股价表现不一定是最佳的，一些公司表现甚至落后于大盘。

笔者认为股价的影响因素中更多地体现了成长的意义。拥有成长性，一个濒临破产的企业也可以凤凰涅槃，重焕生机；丧失了成长性，优势公司也可能转入到一个价值毁灭的过程。这需要估值体系的重建，需要股价的变动来体现。

选择合适的投资标的，重于一切，投资者不必急于一时买入股票，更重要的是关注它、了解它。和贵州茅台几乎同一时间上市的ST 狮头 2014 年年底复权后的价格甚至低于其上市价格，如上市之初持有至今，将无收益，对比贵州茅台，反差何其大哉！

一个优质的公司的价值，就在于它拥有其特有的韧性，可以抗拒时间的压力和各种纷扰，虽然也有挫折，但优质可以支撑其逐渐恢复，继续保持增长。有一种简单投资方法，忽略日线和月线的变化，唯一的策略就是坚定地持有优质公司的股票。

2. 选择合适的投资时间：时间的力量

10 万元的投资，在上涨 10 倍后达到 100 万元的市值，在目前 A 股非 ST 股每日涨幅限制下，如第二天上涨 10%，即增加盈利 10 万元，对应原始投资增加 1 倍；以后每天投资涨幅在最初投资额 10 万元的基础上每收获 1 个涨停板，对应初始投资就上涨 1 倍以上，这就是时间复利的价值。而这个过程中的投资时间越晚，价值增值越小，风险也越大，因此初始投资的买点非常重要。

时间是好投资的朋友，也是坏投资的敌人。时间会最终检验价值投资是否正确。米兰·昆德拉曾说：“在时间的乱山碎石中流过，两岸的景致并不重要，重要的是溪流将流向沃野还是沙漠。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复利的意义更在于，收益率并不急在一时，只要企业不犯大错坚持做对的事情，良好的回报只是时间问题。除贵州茅台、格力电器外，典型的还有伊利股份、云南白药、同仁堂等优质股票，目前的价格与其当年发行价相比，都有惊人的增长。

3. 选择合适的退出时间：转向的力量

退出意味着你不再看好这家公司的未来成长，急流勇退，在其股价的顶点逃生。

即使是贵州茅台、格力电器这样的股票，也有阶段性的高低点。我们从两家公司的历史股价图中可以看出，从短时间轴来看，有几个阶段性顶点，基本上是公司利润增长率达到相对高点时，这对于长期价值投资者而言也是可以考虑策略性、暂时性减仓或退出的时刻。

我们还要关注一个特殊的退出情况。在极端情况下，一种强大的外力，就是来自系统性的摧枯拉朽的破坏力量。如同耕作，在正常的情况下，由于农夫每个人水平不一，农作物的产量和质量就有高低不同，每年收成也不同。外部环境也有影响，有风有雨，有丰有歉。但一旦遇上百年大旱这种系统性破坏情况，庄稼会颗粒无收。这种外力与你的耕种水平无关，我们能做的是何时都要留点余粮，以备不时之需，同时保持警醒的心，时不时看一下天气预报，极端天气总有事前征兆，我们要留心观察天气转向的风险。

这也提醒着我们，巴菲特年回报不到 30%，贵州茅台和格力电器的年回报也就在 30% 左右。如果投资的股票一段时间的收益率远高于正常水平，那我们就该警惕了！股票有突然的波动性，需要关注转向的风险，短期过度的波动终究还是会回归到一个正常的轨道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.4 财务数据和股价变化的关联性：以环保行业为例

单看一两个企业可能存在一定的局限性，笔者也选择了一个 2015 年上半年的热门行业——环保行业中的一个细分产业链，水务产业链相关的十家上市公司，初步对 2010 ～ 2014 年其股价变化与收入、利润的变化进行了初步分析，如表 1-6 所示。

目前国内水务上市公司主要从事的是传统的供排水业务，按照业务的地区性分布特点（单一区域营业收入占总收入的比重和发展战略），可分为全国性和区域性企业。北京首创、创业环保为代表的全国型投资运营公司；重庆水务、武汉控股、中原环保、洪城水业、钱江水利等区域型投资运营公司，多数是获取水务产业链中端的投资运营服务环节的利润，部分公司不同程度地拥有工程建设业务。

其他细分领域的标志性公司，多为民营背景的上市公司，如以碧水源为代表的膜技术公司，三川股份为代表的智能水表业务，分别在不同细分市场上稳步发展。

以上，我们可以发现并总结以下现象。

现象 1：前五名股价涨幅靠前的股票，相应公司的利润是递增的。

近四年股价增幅前五名的公司分别是碧水源、首创股份、兴蓉投资、创业环保、武汉控股。股价增幅高的多为收入和利润保持高增长的公司。

第一名，碧水源，股价年复合增长率 19%，收入年增幅 62%，利润年增幅 52%；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-6 10 家水务产业链相关上市公司 2010 ～ 2014 年主要财务数据

股票名称	细分市场	年报经营分析中收入构成	收入			归属于母公司净利润			股价（前复权）		
			2014 年收入（亿元）	2010 年收入（亿元）	年复合增长率（%）	2014 年净利润（亿元）	2010 年净利润（亿元）	年复合增长率（%）	2014 年年末股价（元/股）	2010 年年末股价（元/股）	年复合增长率（%）
首创股份	综合投资运营（全国型）	污水处理、自来水生产、固废处理、水务建设	55.89	30.37	16	6.10	4.83	6	11.65	6.02	18
创业环保	综合投资运营（全国型）	污水处理及污水处理厂建设、再生水供水及管道接驳业务、自来水	18.28	14.68	6	3.08	2.71	3	11	6.58	14
重庆水务	供污水投资运营（区域型）	污水处理、自来水销售、工程施工	41.37	32.80	6	14.50	12.94	3	9	7.07	5
兴蓉投资	供污水投资运营（区域型）	自来水制售、污水处理、管道安装、垃圾渗滤液及污泥处置	27.24	6.12	45	7.52	2.36	34	8	4.45	14
洪城水业	供污水投资运营（区域型）	污水处理、自来水、工程	14.48	8.43	14	1.48	0.93	12	12	11.1	1
武汉控股	供污水投资运营（区域型）	污水处理、自来水生产与供应	11.78	4.92	24	3.25	1.11	31	13	8.62	12
钱江水利	供污水投资运营（区域型）	水供给及处理、管道安装	8.03	5.98	8	0.18	1.18	−38	13	13.21	−1
中原环保	供污水投资运营（区域型）	污水处理、供热销售、管网工程费	5.78	3.20	16	0.66	0.74	−3	12	12.48	−1
碧水源	膜	污水处理整体解决方案、市政与给排水工程、净水器销售	34.49	5.00	62	9.41	1.77	52	35	17.26	19
三川股份	水表	水表	6.98	3.81	16	1.25	0.66	17	9	7.12	7
合计			224.33	115.31	18	47.44	29.23	13	133	93.91	9

注：在细分市场中，区分全国性、区域性依据各公司年报中收入的地区分布，区域性公司为单一地区收入分布占总收入 80% 以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二名，首创股份，股价年复合增长率 18%，收入年增幅 16%，利润年增幅 6%；

第三名，兴蓉投资，股价年复合增长率 14%，收入年增幅 45%，利润年增幅 34%；

第四名，创业环保，股价年复合增长率 14%，收入年增幅 6%，利润年增幅 3%；

第五名，武汉控股，股价年复合增长率 12%，收入年增幅 24%，利润年增幅 31%。

结论 1：净利润增幅越大，股价增幅的空间越大。股价涨幅第一的碧水源，其利润增幅也第一。

现象 2：碧水源收入和利润增速下降影响了其市值表现。2010 ~ 2013 年间，其收入的年复合增长率达到 85%，净利润的年复合增长率达到 68%，股价复合增长率达到 25%，均为十家样本 A 股上市公司之最高，但 2014 年营业收入比 2013 年增幅 10%；净利润增幅 15%，较前三年增速下滑明显，拉低了相关指标。2014 年相比 2010 年，市值的年复合增长率下降到 19% 。

结论 2：如果净利润增幅明显下降，股价增幅也下降。

现象 3：2014 年股价比 2010 年下降的两家公司，钱江水利和中原环保，其净利润同比出现了降幅。

结论 3：净利润同比下降，股价大概率下降。

现象 4：收入增长数据与国家“十二五”规划高度相关。

整体来看，十家水务产业链上市公司 2014 年实现营业收入 224 亿元，比 2010 年 115 亿元增加了 109 亿元，年复合增长率 18%。

水务产业链相关的细分市场粗略分为前端的水厂工程设计、工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程建设、原水供应，中端的供水投资运营、污水投资运营及其关联的药剂材料供应、技术（以膜为代表）、设备仪器、水表、管网、水质监测等细分市场，后端的工业废水处理、再生水、污泥处理、海水淡化、农村用水、水体修复、系统解决方案、综合环境服务等，相关业态共同组成了完整的水务产业链（见图 1-7）。

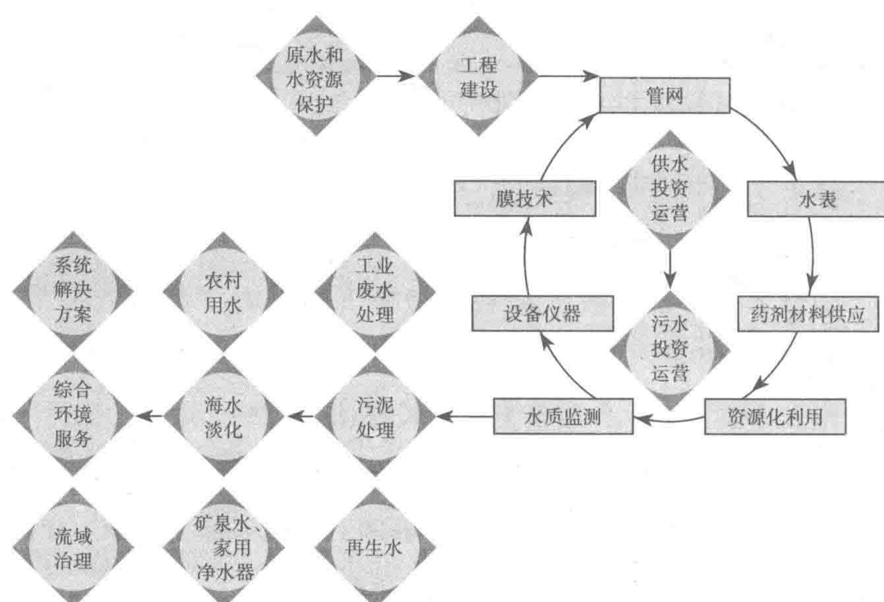


图 1-7 水务产业链简图

从行业市场容量和增长率来看，根据“十二五”节能环保产业规划，2015 年我国环保产业产值将达到 4.5 万亿元，年复合增长率 18%。主要集中在水务领域，占 40%。

结论 4：收入增长和企业所处市场规模、政策支持力度、市场增长高度相关。

关注产业规划和行业发展，对判断相关公司增长有非常好的借鉴意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现象 5：收入增幅最大的公司分为技术领先型、资本运作型、投资拓展型的公司。

从收入增减幅变化来看，三类公司增幅靠前。一是快速增长的膜技术应用市场带动相关公司业务的提升，使碧水源增幅靠前，碧水源年复合增长率 62%，分享了水务市场做大的最大收益，碧水源 2014 年收入达到 34 亿元，从 2010 年样本公司排名第七名跃升至 2014 年的第三名。二是有大股东支持的公司由于资产重组获得收入的快速提升。兴蓉投资 2012 年收购公司控股股东持有的成都市自来水有限责任公司 100% 的股权；成都市排水有限责任公司 100% 股权、成都市兴蓉再生能源有限公司 100% 股权，武汉控股 2013 年收购武汉水务集团持有的武汉市城市排水发展有限公司 100% 股权，两家公司年复合增长率分别达到 45% 和 24%。三是积极拓展和项目并购的公司稳步增长，首创股份营业收入稳步增长，收入年复合增长率达到 16%。

其他区域性运营公司，没有战略扩张和项目的明显增加，收入增幅大多低于行业平均水平。如重庆水务 2014 年污水处理价格下调（2011 ～ 2013 年第二期政府采购污水处理服务结算价格为 3.25 元 / 立方米，2014 ～ 2016 年第三期政府采购污水处理服务结算价格为 2.78 元 / 立方米），收入规模在十家样本公司中排名第二，但年复合增长率 6%，增长主要来源于重庆地区的水量自然增长。

结论 5：收入增长和企业核心竞争能力、竞争战略高度相关。

现象 6：各细分领域公司收入增幅不一。

各个细分市场的基本情况如下：

（1）供水投资和运营。“十二五”期间，供水规划总投资 4 100 亿元。用于供水业务的投资主要受益了工程设计、工程建设、管网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设备制造类公司。供水运营业务呈现出一些特点：区域自然垄断；行业成熟——制水技术、工艺比较成熟，现金流稳定，处于成熟期，投资风险相对较小。

（2）污水投资运营。《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》估算，“十二五”期间全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资约 4 298 亿元，相比“十一五”3 320 亿元的规划投资额增加 29.46%，对应年均复合增长率为 5.30%。

污水运营业务的经营特点：收益率基本稳定，企业在与政府签订 BOT 协议时，已基本锁定回报率，调价机制一般是两三年后根据物价指数和部分成本的变化调整水价；污水处理技术多种，工艺基本成熟，各种压缩成本措施相对有限。

（3）膜产业。中国膜市场近年来增长迅速。2010 年膜市场规模约 300 亿元，根据《高性能膜材料科技发展“十二五”专项规划》，预计 2015 年将达到 1 000 亿元左右，年复合增长率 27%。

膜技术在近几年得到了快速的发展和更广泛的应用，国务院公布的《七大战略新兴产业规划》中，膜生物反应器技术及膜材料制造技术分别列入了环保节能产业及新材料产业发展的规划中，为膜产业的发展奠定了良好的基础。

（4）水表。2013 年《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》要求设市城市全面实行阶梯水价制度，对抄表的及时性和准确性提出更高要求，从而催生智能水表需求的提高。同时智慧城市的试点、物联网应用的推进都对智能水表需求形成积极的影响，整个水表行业规模有望持续较高增速。2013 年全行业智能水表的产量大致在 1 000 万台左右，约占水表总产量的 15%，远低于智能电表 80% 以上和智能燃气表 50% 左右市场占有率，未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来有较大的市场机会。

按照产业生命周期分析，膜技术处于快速成长期，智能水表处于初创期，供污水投资业务处于项目成熟期，但由于并购使一些公司进入快速成长期，营业收入快速增加。

结论 6：收入增幅和细分市场生命周期高度相关。

现象 7：不同细分领域公司利润苦乐不均。

利润变化出现了苦乐不均的趋势：一是新兴细分领域呈现出高成长性。膜技术公司碧水源年增幅 52%（十家公司之首），水表公司三川股份年增长率 17%。二是传统供污水运营公司受多重因素影响增长相对缓慢。如重庆水务、创业环保近四年利润的年复合增长率 3%。多家企业如钱江水利、中原环保出现了下滑，2014 年利润不及 2010 年水平。

结论 7：新兴经济在市场成熟和业务稳固后，收入增长往往能同步带来利润增长，但传统经济模式下的公司由于成本刚性增长压力往往会拖利润的后腿。

现象 8：上述公司成立以来的股价年复合增长率和净利润年复合增长率的差异。

上述分析时间段是“十二五”规划的前四年，我们还可以将分析周期拉长到各公司从上市初到 2014 年年末的时间段，看营业收入、利润和股价变化的关系（见表 1-7）。

表 1-7 十家水务上市公司成立以来的复合增长率 （%）

股票名称	营业收入年复合增长率	利润年复合增长率	股价年复合增长率
碧水源	62	52	19
洪城水业	27	19	17
兴蓉投资	24	19	11
三川股份	16	17	7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

股票名称	营业收入年复合增长率	利润年复合增长率	股价年复合增长率
武汉控股	10	5	4
创业环保	−3	3	9
重庆水务	6	3	5
首创股份	29	2	4
中原环保	3	2	7
钱江水利	13	−6	2

结论 8：从长周期看，营业收入变化、利润变化和股价高度相关，前三名利润增幅最大的（同时最好是营业收入也有较好增幅）的公司也是股价涨幅前三名，唯一利润下降的公司股价成长最差。

从营业收入、利润、股价之间的联系看，一个突出的规律是，收入和利润的增减变化趋势，与上市公司的股价提升具有很大的正相关性，时间越长，相关性越强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Chapter 2 第2章

影响股价变化的核心财务指标分析

从财务指标看，投资就是现在投入本金，将来拿回更多的钱。核心要素一是时间价值，二是增值。格雷厄姆说：“投资是经过分析，可以承诺本金安全并提供满意回报的行为。不能满足这些要求的就是投机。”

中国股民投资股票主要靠一买一卖获利。我们今天的买，是为了明天更高价格的卖。

在这简单的操作中隐含着一条重要的信息，投资者买的是股票的未来，今天买的行为基础是预测未来股价高于今天的买入价。

预测的目标是股价，它的波动受太多因素的影响，宏观、微观层面，群体、个体层面，有时可能掉下个馅饼，有时可能是陷阱，很难找到一个精确化模型来验证。但万事万物必有规律，只是我们没有发现而已。研究股票本质上是整合各种信息资源，定性或定量的研究，找到可适用于未来的核心规律，形成各种投资策略，于不确定中，追求最大概率的确定性。

我们先从以下三个方面来思考造成股价波动的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 投资收益——未来获利

投资收益 =（未来的卖出价格 + 持有期的股票分红
− 历史的买入价格）× 股票数量

如果按照约翰·伯尔·威廉斯在《投资价值理论》中的定义，投资价值是公司未来现金流的折现。投资收益公式可转化为：

投资收益 =（卖出日对未来预期公司现金流的折现
+ 持有期的股票分红 − 历史购买日的未来预期
现金流的折现）× 股票数量

现金流折现模型的含义是，一家公司的价值，取决于在经营期限内预期能够产生的现金流入和流出，以适当的利率折现出的现值。此模型涉及两个核心：分子端的未来现金流及分母端的贴现率。难点在于对其未来的现金流状况进行预测，现金流折现模型相对复杂，这里我们简单视同为公司带来现金流的收益的变化。如果不考虑股票分红的影响，我们可以看到购买日和卖出日对未来公司收益和现金流的预期差异，导致了价格的差异，哪怕是只差一天。这也就是股价变化的实质性原因。

如果一家公司宣布和苹果公司签订了一份大金额的长期供货合同，投资人对其盈利预期增加，第二天的股价就会相应上涨；如果和苹果公司解除了长期供货合同，投资人会立刻对其经营持续性和盈利能力产生怀疑，进而抛售股票，造成第二天股价下跌。

因此对未来盈利能力的预期，是股价波动的核心要素。

2. 市盈率的探讨

市盈率 = 股票每股价格 / 每股盈余

市盈率是将公司盈利和价格紧密结合的一个指标，意味着在当前价格水平下，如果通过股票盈利分红，需要多少年收回投资。市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率越高，意味着股票价格越昂贵，反之则越便宜。

市盈率的高低受到公司盈利前景的显著影响。如果每股盈利每年保持 50% 以上的增长，一只当前市盈率为 100 的股票，在两年后如股价不变，其市盈率将变为 44；相反，如企业经济效益下降，每股盈利每年的降幅达 50%，在两年后如股价不变，其市盈率将变为 400。

盈利前景越好的公司，其市盈率也越高，其核心原因是利润增长，未来将降低市盈率；在这一阶段，公司收入和利润高速成长，经营风险相对较低，投资人往往愿意支付额外溢价，因此其股票价格和市盈率通常也处于高位。

盈利前景转差的公司，其市盈率低，其核心原因是未来利润下降，市盈率提高。对于这类发展前景转差的上市公司，投资者不愿意为之出太高的价钱，因而其股票价格和市盈率一般也很低。

最终，通过市场机制的调节，所有参与者对其盈利预期和股价达到一个市场均衡状态。

市盈率要在比较中才有意义，绝对值无实质意义。除了上述提及的和自身历史比，也要和同业竞争对手比，市盈率的高低反映着投资人对不同公司预期的判断。

如果我们换个角度看市盈率：从市盈率 = 股价 / 每股盈余出发，可以推导出：

股价 = 每股盈余 × 市盈率

影响股价的最关键变量是两个：一个是每股盈余，另一个是市盈率。每股盈余决定于企业本身，而合理的市盈率决定于市场定价机制，它们不是简单的加和，而是乘法。即使未来保持市盈率的恒定，每股盈余的增长也将推动未来股价的上涨；加之盈利增长的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期也将推动市盈率的提高，两者的乘数效应相互推动股价的上涨。

3. 盈利趋势的影响因素

静态的股价已反映公司的现实价值，如要保持股价的持续增长，利润的持续增长是关键因素。市场是公平的，平庸的业绩只能造就平庸的股价，如果没有对未来的增长预期，市场是不会给出溢价的。从这个意义上来说，

超预期的业绩高增长才是最重要的股价驱动因素，股价不断创出新高的逻辑是公司一直保持利润的高速增长。

看一家公司的成长，主要目的是寻找公司特有竞争力形成的特有盈利能力。在长时间周期来看，短期的热点使投资者难以决策其中真正的白马股，在潮水退去后，只有拥有出色业绩的好企业才会脱颖而出并一路向上。对于只有短期热点概念而无实质业绩增长的平庸企业，股价涨多高，跌得也有多深。投资者需要合理运用历史数据、公开信息、产业分析，结合企业的生命周期理论、天花板理论等方法，综合判断其未来的成长性。

数据浩如烟海、汗牛充栋，如何在信息冗余的时代找到关键数据指导我们投资，是每个投资者都需要思考的问题。一家上市公司每年会定期发布年报、季报，也会发布董事会议案和重大事项公告，可从公司网站、各种媒体得到相关的新闻和数据。这之中最关键的就是公司的年报等定期报告，核心的是有关的财务数据。简化来看，有关成长性的数据可以分为三个层次。

首先，收入和利润。收入是盈利的本源，也是一个正常公司生存的价值，起着至关重要的作用。利润是企业盈利的结果呈现，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化趋势是未来影响股价的核心因素。

其次，辅助性财务指标。诸如毛利率、净资产收益率、资产负债率等财务指标对于判定一家公司未来的盈利成长性提供了很多参考信息。

最后，辅助性管理指标，包括行业发展前景、研发投入、管理风格、业务专一性都会对一家公司未来的盈利前景产生重要影响。

2.1 影响股价的实质性财务指标

2.1.1 收入和利润的去伪存真

为对收入和利润进行分析，我们需要剔除会计造假因素。如同比较两个苹果，外表同样光鲜，但一个已被虫子掏空，另一个果肉丰满，其价值是完全不一样的。我们第一步要做的是挑出外表光鲜但果肉已烂的苹果。

【案例 2-1】 绿大地财务造假

造假目的：上市融资

操作手法：2004～2009 年，绿大地登记注册了一批由绿大地实际控制或者掌握银行账户的关联公司，虚构交易业务，采用伪造合同、发票、工商登记资料等手段，并利用相关银行账户操控资金流转，少付多列，将款项支付给其控制的公司相关人员。

根据云南云审司法鉴定中心的司法鉴字（2011）第 07 号《司法会计鉴定意见书》证实，绿大地存在以下几种虚增的情况。

虚增资产：2004 年 2 月，绿大地购买马龙县旧县村委会土地 960 亩，金额为 955.2 万元，虚增土地成本 900.2 万元；2005 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4月，绿大地购买马龙县马鸣土地四宗，共计3 500亩，金额为3 360万元，虚增土地成本3 190万元；截至2007年6月30日，绿大地在马龙县马鸣基地灌溉系统、灌溉管网等项目上价值虚增797.2万元；2007年1～3月，绿大地对马鸣乡基地土壤改良价值虚增2 124万元。

虚增收入：绿大地在招股说明书披露2004年至2007年1～6月累计收入为62 629.51万元，虚增收入29 610.29万元。上市后的绿大地仍未收手，继续通过采用虚假苗木交易销售等方式来虚增业绩，编造虚假会计资料或通过受其控制的公司将销售款转回等手段，虚增收入共计2.5亿元。其中2007年度虚增收入9 659.9万元；2008年度虚增收入8 564.68万元；2009年度虚增收入6 856.09万元。

绿大地于2007年12月21日在深圳证券交易所首次发行股票并上市，募集资金达3.46亿元。会计造假被揭露后，公司股价面临下跌的巨大压力，一方面是业绩调整引起估值下降；另一方面是对公司诚信的疑问，对公司未来的可持续经营能力产生怀疑。

图2-1为绿大地2010年12月～2011年6月股价日线图。

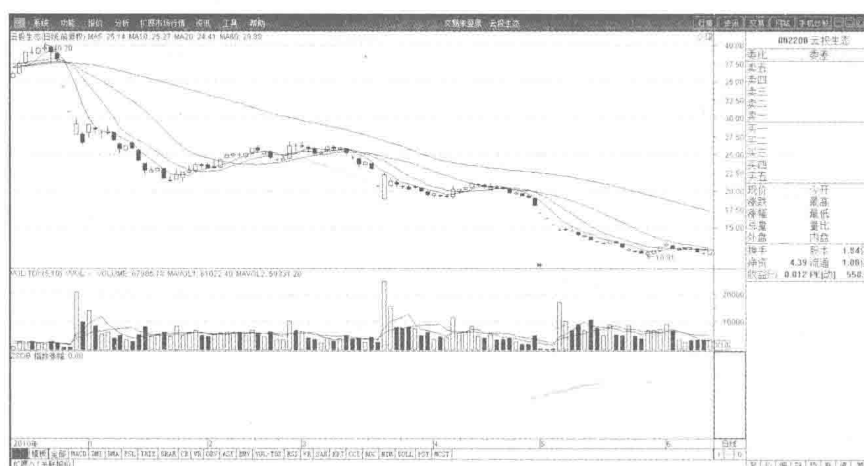


图2-1 云投生态（原绿大地）2010年12月～2011年6月股价日线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【案例 2-2】 万福生科财务造假

造假目的：上市融资

操作手法：万福生科的造假方法比绿大地更隐蔽，万福生科是借用了一些农户的身份去开立银行账户，并由其控制使用，然后将用公司的自有资金打到体外循环，虚构粮食收购和产品销售业务，虚增销售收入和利润。整个造假流程都有完整的购销合同、入库单、检验单、生产单、销售单、发票等"真实"的票据和凭证去对应。万福生科还伪造了部分银行回单和银行对账单，极端情况是工商银行单据盖的是农行的章，共伪造了 1 300 多张银行的业务回单，涉及金额达 14 亿元左右。

万福生科 2011 年在创业板市场上市，融资 4.2 亿元。2012 年由湖南证监局上市公司检查组在对万福生科进行上市后的例行现场检查时，发现了万福生科 2012 年半年报预付账款存在重大异常：预付账款余额为 1.46 亿元，而科目余额表显示，预付账款余额超过 3 亿元，"账表不符"；继而检查组开始追查银行资金的真实去向，进而发现了整个造假行为。经检查，万福生科在上市前三年，虚增销售收入累计 4.6 亿元；上市后的 2011 年和 2012 年上半年，再度虚增收入 2.8 亿元和 1.65 亿元。

万福生科会计造假行为暴露后，投资者抛售股票，其股价快速下跌（见图 2-2）。

分析企业财务数据的真实性，我们没有达到专业审计人员的素质，也没有企业内部生产经营数据进行佐证，只有公司年报、公告、新闻等公开信息。可重点关注收入、利润、毛利率、应收账款、存货等指标的异常变化，会发现企业财务数据作假的迹象。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果一家公司财务数据作假，其关键财务指标往往与历年实际数、同行业公司存在重大偏差（如毛利率明显高于同行业公司）；或者数据间的关系出现重大反常（如收入大幅增长，但营业成本和销售费用增幅明显滞后、应收账款大幅度增加、毛利率增加、经营性现金流没有同幅度增加、存货周转率偏低等），这些迹象有时是调节利润的迹象，需要结合其他情况，判定财务数据失真的可能性。



图 2-2 万福生科 2012 年 9 ～ 12 月股价日线图

1. 大幅波动的毛利率

与同行业公司偏离度较大的毛利率，而企业并没有明显的竞争优势支撑。和自身以前年度实际毛利率发生明显变动的情况，而企业产品的销售价格、成本控制等无明显变化。投资者可以从市场获得上下游价格信息，看其历史走势，是否有重大波动，进而综合判断产业链中端环节公司毛利率变化的区间，如果下游价格和上游价格没发生大的变化，毛利率明显提升，则需要关注成本核算是否准确，是否有少转成本的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 异常增加的应收账款和预付账款

当上市公司的资产负债表上出现大量的应收账款，同时利润表上收入和利润明显增加，但现金流量表却没有出现大量现金净流入与之匹配时，可能存在虚增销售收入、提前确认销售收入等粉饰利润行为。

另外，上市公司也可能与股东或其他关联企业，甚至是虚构客户进行交易，需关注大客户变化和关联交易。以前著名的科龙电器、蓝田股份、银广夏等案例也反映出上述问题。

3. 异常变化的存货

存货是指企业在生产经营过程中为销售或耗用而储存的各种有形资产，与利润表中的营业成本项目密切相关。存货的大幅增加、存货周转率发生明显变化，存在一定利润调节的可能。存货计价方法的变更，在不同会计年度调剂存货成本，都可以产生一定的利润调整空间。

4. 经营现金流长期为负数

经营活动产生的现金流是企业正常生产经营活动产生的现金流，如果持续为负，则间接反映企业赊销交易多，回收不了现金而形成欠款；或收不抵支，收回的钱还不够买材料付工资的，企业无法长期如此运作。虚假交易往往导致经营现金流长期为负数。

5. 会计政策调整（非会计造假）

应收账款减值准备、存货跌价准备和长期投资减值准备、调整固定资产折旧年限等的不同处理可以使上市公司将利润在不同年度之间进行调整。以变更坏账计提标准为例，如果采用更严格的坏账计提，说明公司对应收账款管理估计谨慎或者当年度利润高，足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以消化一些包袱，或是经营恶劣的年份，上市公司提取大额坏账准备，造成公司当年巨额亏损，为来年扭亏为盈埋下伏笔；如果采取了宽松的计提标准，企业判断坏账少或当期企业经营压力大，少计提坏账准备金可以增加当期利润，未来不排除计提大额坏账的可能。

又比如存货计价方法——先进先出法和后进先出法。在通货膨胀的情况下，先进先出法，将前期价格低的存货计入成本，因此净利润较高；而后进先出法，需要将后期高价采购的存货计入当期成本，净利润相对降低。

上市公司在不违反会计准则的条件下，运用合规方法进行本年度利润的调整，投资者在阅读财务报告时应充分利用报告中提供的各种信息，对公司进行全面的分析并进行合理化调整。

如果专业上无法鉴别，一个简单原则就是规避，相关财务指标与同行业其他类似公司差异大却无合理理由的，存在会计信息造假或失真的可能性，看不懂的，就不参与其股票的投资了。

2.1.2 收入的实质分析

春江水暖鸭先知。营业收入是衡量一个公司经营业绩是否稳定的最直接有效的指标，也是企业的主要利润来源。如果公司开工足，销售喜人，从会计上看，可变成本随着销量和销售收入相应增长，但一些固定成本不发生显著变化，往往能带动利润的持续增长。相反，如果公司销量下降，固定成本却不能随之下降，因此利润的下滑趋势可能会更明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业收入是利润的根本。保持利润持续高速增长的公司，营业收入通常都会快速增长。

这其中也有一些特例，一方面是公司有营业外收入、投资收益、其他业务利润等因素，使上述规律发生变化，如一个公司有大量金融资产投资收益，就可能会出现收入下降，利润上升的现象；另一方面，公司的成本管理不断加强，虽然收入下降，但通过降本增效的措施保证利润的不下滑。两者带来的预期完全是不一样的。

但无论从哪个角度看，收入的变化绝对是公司经营冷暖的温度计。

企业收入分析的内容包括收入确认的会计政策分析，业务与地区分布分析，影响收入的销售量与价格因素分析，收入趋势分析等。

重点考量以下几个因素。

1. 收入确认的会计政策分析

我们需要关注每个行业确认收入的会计准则应用。如酒类行业和房地产行业的预收账款，是较强的利润补充性的蓄水池，在经营不善状况下可以适当补充；工程业务的公司同样由于不同项目的工程量和毛利率确认，在不同会计年度有适当调节的余地。

2015 年 7 月 20 日，日本东芝公司接受了第三方委员会的调查会计业务违规报告并发布摘要版。报告认为，东芝公司“在经营判断上”进行了违规的会计处理，自 2008 年度以来的利润修正额（税前利润）除了第三方委员会认定的 1 518 亿日元之外，东芝公司自主审查的部分达到 44 亿日元。其利用完工百分比法（常用来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理长期项目的核算，根据完工的比例确认收入和成本）的会计处理，采取了将计提损失推迟到下一年度等手段。由此，该期间内东芝公司的税前利润为 5 650 亿日元，而会计业务违规的金额占比例近 30%。[⊖]

Tips：

工程业务确认收入和利润采取完工百分比法，假设一个工程项目需要建设两年，最终决算实现收入 1 亿元，亏损 1 000 万元。

第一种情况：改变工程完工率。假设第一年实际完成 80% 的工程量，有时候可以与施工方协商适当减少工程量（非工程专业人员无法精确判断），如按 50% 确认，则第一年确认工程亏损 500 万元，比应确认的亏损 800 万元（亏损 1 000 万元 ×80%）少确认 300 万元；第二年确认工程亏损 500 万元，比原应确认的亏损增加 300 万元。

第二种情况：在不同会计期间调整工程利润率，比如第一年实际完成 80% 的工程量，但第一年年末认为可以有 1 000 万元的利润，第一年确认工程盈利为 800 万元（1 000 万元利润 ×80% 完工量）；但到第二年，发现工程最终造价要增加 2 000 万元，算起来项目最终要亏损 1 000 万元，则第二年要冲抵前期确认的盈利 800 万元，第二年亏损达 1 800 万元。

从整体来看，项目完成后的整体盈亏不变，是在不同年度内重新分配。

⊖ http://news.xinhuanet.com/tech/2015-07/22/c_128047565.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 业务和地区分布分析

从年报中，我们可以看到业务和地区分布，得出一家公司主要的业务构成和销售地区构成，而后结合其他相关信息对公司业务布局有一定了解；同时对比其他年度的数据，可以看出公司各业务单元和各地区销售的增减变化。再结合公司的战略和业务规划等，粗略判断其在哪些层面存在爆发性增长、经营下滑的迹象。

3. 收入的量、价分析

营业收入 = 销售量 × 销售单价

销售量方面，房地产行业关注销售面积、酒类行业关注销售酒量。相比销售量的增长，销售价格的上涨更利于利润的增长，因为销售价格的上涨不会导致成本的直接变化。

贵州茅台 2012 年营业收入 265 亿元，同比增加了 44%，根据年报显示，其共生产茅台酒及系列产品基酒 42 824.38 万吨，同比增长 8.33%；销售成品酒 25 715 万吨，同比增长 21% 。这里我们可以初步得出几个结论：营业收入增长 44% 的成因中，销售量同比增长 21%，倒算销售均价增长 19%，实现了量价齐升；量价齐升的结果往往能带动利润的更高增幅。我们可以看到 2012 年净利润的增幅为 52%，高于营业收入的增幅。

后期对营业收入变化的分析也可从销售量和价格两个角度分析。如限制三公消费后，茅台 2013 年销售量为 25 177 万吨，同比下降 2%；营业收入增幅大幅降低至 17%。

一般的商业逻辑是降价获得销售量的增加，最好的特殊情况是，企业拥有核心竞争力，产品有稀缺性和垄断性，市场不断成长，获得量价齐升的最佳营收增长路径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 收入的顶点分析

企业经营需要警惕营业收入的天花板。关键看整体行业空间和增速，引领社会变革的行业，前景光明，万马奔腾；产能过剩的行业，前景黯淡，万马齐喑。2009 年的光伏行业和近年来的钢铁、有色、煤炭行业衰退带来了相关公司的普遍性收入下降和经营困难。

企业经营最怕黑天鹅事件，煤炭行业最怕发生生产安全事故，食品行业最怕出食品安全事故，都有命门。前几年的白酒行业的塑化剂事件，牛奶行业的三聚氰胺事件，都在一定期间重创了行业和相关公司。

【案例 2-3】 湘酒鬼塑化剂事件

2012 年 11 月 18 日，12 家白酒企业砸重金参与央视 2013 年黄金时段资源广告招标。11 月 20 日，酒鬼酒“塑化剂含量超标 260%”的消息突然曝出。11 月 21 日，湖南省质量技术监督局向质检总局报告称，酒鬼酒样品中被检出含有塑化剂。随后酒鬼酒股价遭遇重创，复牌后连续四个交易日跌停，跌幅近 50%。随后销售遇到寒冬，2013 年营业收入下降 58%，利润下降 107%，股价持续下跌，在 2014 年 4 月 28 日达到最低点 10.31 元，距历史的最高点跌去了 83%（见图 2-3）。

5. 未来新项目的增长预期和风险

许多行业和公司的成长要依靠产能的扩大或新项目拓展带来的收入和利润。上市公司新投项目往往公告其收益情况，可以比较其投资收益率水平和公司目前的水平，初步判断对总体盈利的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

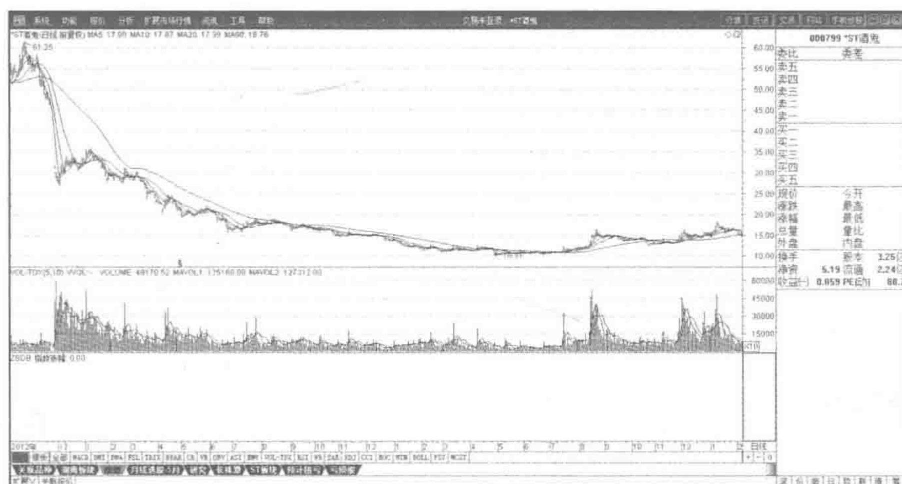


图 2-3　湘酒鬼 2012 年 10 月～2015 年 1 月股价日线图

【案例 2-4】不断投资的京东方

京东方所在的液晶面板行业是一个典型的重资产行业，需要不断地追加巨额投资进行技术升级。每一个项目都是高投资、高风险，和市场的需求紧密相关。

2003 年京东方收购韩国现代 TFT-LCD，在京东方的第五代生产线试产后，国际上多条第五代和第六代生产线也相继投产，一度引发了关于京东方第五代生产线刚投产便落后的传闻。

营业收入并未随新项目投资而稳定增长，而是出现波动，其中 2006 年同比下降 34%，2008～2009 年连续均下降 25%。营业的不稳定也使利润波动，京东方 2005 年亏损 16 亿元，2006 年亏损 18 亿元，处于退市边缘。2007 年市场突然回暖，京东方产品从下半年开始供不应求，当年实现利润 6.6 亿元。可以说市场救了京东方。但 2007 年后的五年时间市场又是大幅波动，原因不一，2010 年亏损最高，达到 20 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到今天，京东方是大陆面板龙头企业，8.5代线率先量产。2014年营收368亿元，据Display Search数据，占全球份额约7%；收入同比增长9%，也远超行业增幅0.47%。尽管财务指标开始趋好，2014年利润达到25.6亿元，但历史投产项目的市场表现、经营上的波动性造成京东方的股价波澜不惊，远远落后于同期大盘表现，是个资本市场饱受争议的公司（见图2-4）。



图 2-4 京东方成立以来股价日线图

6. 收入的同行业公司比较

将公司数据与行业数据结合在一起分析，报表使用者还可以计算出市场占有率和市场地位，而市场占有率是评价一个企业是否具有核心竞争力的最重要的硬指标之一。市场竞争一般存在强者恒强的规律，龙头公司往往获得超过竞争对手的增长。

我们选取白酒行业的五家公司来分析（见表2-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-1 酒类上市公司 2010 ~ 2014 年收入同比增长率表 (%)

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
贵州茅台	2	17	44	58	20
五粮液	-15	-9	34	31	40
泸州老窖	-49	-10	37	57	23
湘酒鬼	-43	-59	72	72	54
古井贡酒	2	9	27	76	40

行业背景：五年前，白酒行业借助“十二五”规划发展之机，产能迅速扩张。根据“十二五”规划，2015 年全国白酒总产量将达到 960 万千升，但仅在 2011 年，国内生产白酒产量已达 1 025.6 万千升。

当普通投资人认为酒类企业具有高销售毛利率、业绩强劲增长、受经济周期影响相对较弱的行业特点，是可以长线持有的理想投资品时，随之而来的越过增长巅峰的白酒行业开始出现潜在增长压力，又遭受到 2012 年年底发生的酒鬼酒的塑化剂事件，限制三公消费的影响，触发白酒行业进入盛极而衰的阶段。2013 年、2014 年白酒行业经历了行业的低点，大多数公司遭遇到了增速减缓甚至是收入下降的不利局面。

在过去的五年，贵州茅台的销售收入每年保持增长，特别是在同行业公司普遍下滑的情况下殊为不易；古井贡酒合理的产品价格，受限制三公消费影响较小，加之重视营销，营收未出现下滑。相比之下，五粮液、泸州老窖、酒鬼酒等在 2013 年和 2014 年遭遇重创，特别是后两家公司收入下滑严重。贵州茅台、古井贡酒的市场竞争力和抗风险能力明显强于其他三家公司。

7. 收入增长趋势分析

这是收入分析中重中之重的项目，我们重点关注一家公司几个年度的趋势分析，反映了企业的生命周期，也间接预示了企业未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能的变化。

以贵州茅台为例，表 2-2 为贵州茅台 2010 ～ 2014 年收入同比增长率的一个情况。

表 2-2 贵州茅台 2010 ～ 2014 年收入同比增长率

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入（万元）	3 157 393	3 092 180	2 645 534	1 840 236	1 163 328
营业收入增长率（%）	2	17	44	58	20

2013 年和 2014 年对于贵州茅台来讲，是其发展历史上最有困难的年份，长期以来销售持续增长的趋势发生转向，增速下滑明显。限制三公消费使传统营销方式和渠道失灵，需求大量流失。

而从酒类企业传统的调节利润“蓄水池”——预收账款来看，一般酒类企业通过预收账款变化调节销售收入，利润困难时将部分已预收货款确认销售收入，由此导致销售收入大幅上升、预收账款余额大幅下降，而利润充沛时相反操作。从预收账款余额来看，贵州茅台 2007 年达到最高点的 70 亿元，随后快速下滑，到 2014 年年底余额仅为 15 亿元，可见同等条件下，预收账款计入了销售收入，但最终的销售收入仍然出现了大幅下滑，足以证明贵州茅台遇到了前所未有的销售困境。

2015 年贵州茅台的年度计划也比较务实，2015 年度计划实现营业收入较上年增长 1% 左右。在目前情况下，2015 年第一季度茅台酒的销售强劲反弹，营业收入同比增长 14%。同时预收账款增加 13 亿元，业绩蓄水池开始重新蓄水，营业收入有回暖的态势。

同时，最好能取得上市公司所在行业市场规模、竞争对手排名，得出上市公司市场占有率增长率。如果市场整体销售下滑，公司营业收入仍然增长，市场占有率上升，说明公司拥有异于其他公司的特有竞争力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1.3 利润的实质分析

利润是公司为其股东创造价值的主要来源，是评价经营成果、衡量企业经营绩效的最重要指标，也是股价变动的内在因素。通过对利润的多维度分析，可以评价企业的可持续发展能力。

利润分析是分析企业如何组织收入、控制成本费用支出实现盈利的能力，同时还可以通过收支结构和业务结构分析，分析与评价各不同业务单元和不同地区单元对公司总体盈利的贡献。

与收入质量的分析方法一样，利润质量的分析也是侧重于成长性，成长性越高，利润质量也越好。

1. 收入——利润过程分析

营业利润＝营业总收入－营业成本－营业税金及附加
－销售费用－管理费用－财务费用－资产减值损失
＋公允价值变动损益（损失以“－”号填列）
＋投资收益（损失以“－”号填列）

利润总额＝营业利润＋营业外收入－营业外支出

净利润＝利润总额－所得税

归属于母公司所有者的净利润＝净利润－少数股东损益

归属于母公司所有者的净利润是以营业收入为起点，依次扣除营业成本、营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用、资产减值损失，再加上公允价值变动收益、投资收益和营业外收支净额，扣除所得税和少数股东损益后计算得出的。

构成利润的各项要素都会对利润产生影响，所以在分析时要进行不同内容的结构分析，以便分析对利润影响较大的积极或消极因素，以及这些因素的影响程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续经营的利润——营业利润。营业利润的金额和占收入比代表着企业的主营业务盈利能力，它是公司经营的核心目的。在分析一家上市公司的盈利能力时，应重点分析营业利润的增减变动情况。如果报告期一家公司的营业利润能够保持同比与环比的增长，那么可以确认其具有一定的业绩成长性，反之，则存在这样或那样的问题。

收入我们之前已经分析过了，正常情况下，可变成本（营业成本的大部分）会随收入成比例变化，固定成本保持相对不变。如成本费用出现大幅下降，或与收入变化不相关，应予以特别关注。

我们也要关注营业利润中包含的一些异常因素，一是营业成本因固定资产折旧政策或存货计价方法变更引起的增减变化；二是管理费用中因会计估计变更而导致的增减变化；三是财务费用中因借款费用资本化、关联方资金占用费收入以及宏观金融形势中市场利率变化等因素引起的变化。这些费用异常变化的原因，究竟是企业改善经营管理等的原因，还是一些会计手段的运用所致？

持续经营中的调节因子——投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益、资产减值损失。投资收益是利润的一项重要来源，反映公司对外投资的收益情况。投资收益主要来自于长期股权投资，一是长期股权投资持有期间收益，如按权益法核算的长期股权投资（通常是股权比 20% ～ 50%），按照持股比例和被投资单位当期利润计算应享有的份额；二是转让长期股权投资实现的收益；三是持有交易性金融资产、持有至到期投资等以及处置交易性金融资产或负债、持有至到期投资、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产或负债等实现的收益。

投资收益如果与关联交易联系起来，包括关联方之间的资产置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换、股权转让等，投资者更值得关注。在公司财务状况不佳时，上市公司将资产或股权高价销售给母公司或母公司控制的公司，可以实现短期高额的投资收益；相反，资产或股权低价转让给关联方，可能涉及向关联方输送利益。如果关联交易产生的投资收益占利润总额的比重很大，说明公司的盈利很大程度上依赖于关联方，这就容易引起公众对其报表的质疑，汉能薄膜发电就是典型的例子。

公允价值变动损益包括交易性金融资产或负债以及采用公允价值模式计量的投资性房地产、衍生工具、套期保值业务等公允价值变动与其账面价值的差异，计入当期损益的利得或损失。

资产减值损失：指公司计提如坏账准备、固定资产减值准备等形成的损失。通过计提资产减值是上市公司调节利润的重要手段。一些上市公司业绩不佳，就会选择集中在一年进行计提资产减值，甩掉历史的包袱，轻装上阵以便于来年业绩提升。

汇兑损益：指企业发生的外币交易因汇率变动产生的汇兑损益，如公司的外币资产和负债因为汇率的波动，相应造成了对业绩的波动影响，航空公司受此影响最大。

【案例 2-5】 航空业的汇兑损益波动

航空公司属于负债率非常高的资本密集性行业，其主要运营工具——飞机一般都是通过贷款购买或者租赁，贸易结算通常采用美元结算方式，因此负债多以美元为主。其优点是近几年美元账面利率低，但同时需要承担美元对人民币汇率波动的市场风险，当人民币汇率出现贬值就会出现汇兑损失，进而就会减少当期利润；当人民币升值时，取得汇兑收益，增加当期利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014年人民币兑美元同比贬值0.36%，导致全行业所有航空公司出现汇兑损失，南航、国航、东航、海航2014年汇兑损失分别为2.76亿元、3.6亿元、2.02亿元、0.72亿元，而其在2013年则是汇兑收益，分别为26.6亿元、19.38亿元、19.76亿元、7.2亿元，全行业所有航空公司汇兑损益同比下降。其中南航成为遭受损失最大的航空公司，美元负债高达1 057亿元人民币，这导致人民币兑美元汇率成为影响公司损益的关键性因素。

思考：假设有A公司和B公司同时实现利润10 000万元，但结构完全不一致。A公司有8 000万元来自主营产品销售，而2 000万元来自于公允价值变动损益或投资收益。B公司正相反，有8 000万元来自公允价值变动损益或投资收益，而2 000万元来自于主营产品销售。一般意义上，A公司更容易获得投资者的认可。其原因是类似公允价值变动损益或投资收益，难以保证今后能够持续获得，企业未来盈利还是主要靠可持续的主营产品销售利润。

【案例2-6】 青鸟华光人为做出的投资收益

在2007～2012年间，青鸟华光的股东发生一系列变化，但公司未在各年度报告中对此进行相应披露。

但实际情况是，青鸟华光第一大股东均为东方科技，实际控制人为东方科技的三名自然人股东朱某洁、徐某盛、孙某东。东方科技的三名股东均为北大青鸟员工，且东方科技未向公司推荐或派驻董事，不参与管理，不主张股东权利。同时自2007年股东发生系列变化以来，青鸟华光董事会和监事会成员构成、生产经营等重大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事项决策、管理模式等方面未发生实质性变化，北大青鸟通过委任董事、管理人员、控制资金、投资事项向北大青鸟报批等方式实际控制公司生产经营及财务等重大决策。北大青鸟一直为公司的实际控制人。

2012年，青鸟华光及其控股子公司潍坊青鸟华光国际贸易有限公司将持有的北京青鸟华光科技有限公司100%股权出售给新疆盛世新天股权投资有限公司。北京青鸟华光100%股权评估值为-2 202.19万元，股权转让的实际成交价格为1 920万元。青鸟华光将上述股权转让取得的4 313.91万元收益全部计入当期损益，2012年度实现归属于母公司所有者的净利润3 776.98万元，避免了公司因连续三年亏损被实施暂停上市风险警示处理。

实际情况是，盛世新天只是名义收购方，四海华澳才是实际收购方，且收购资金实际来源于四海华澳。四海华澳、盛世新天和青鸟华光等公司实为同受北大青鸟实际控股或控制的公司，存在关联方关系，上述股权转让事项为关联交易，其目的是保住这个壳，避免退市，静待时机卖壳或重组。

后青鸟华光公司对2013年报对该项交易重大会计差错更正，调整后公司2012年度为亏损。对此，上交所2015年给予了行政处罚。

2. 利润的业务结构和地区结构分析

公司的利润总额是由不同业务、不同地区分别实现的，可用比重分析法的公式，即各业务利润比重 = 各业务利润 / 利润总额。通过对年报中分部报表的分析，反映企业在不同业务、不同地区的经营状况和经营成果，以及结构变化的因素和影响程度，了解公司在产业结构、业务布局方面的调整方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 利润中的迷雾关联交易

一方控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响，以及两方或两方以上同受一方控制、共同控制或重大影响的，构成关联方。

关联交易是指关联方之间转移资源、劳务或义务的行为。关联交易的类型包括购销商品、提供或接受劳务、担保、提供资金、代理、租赁等。

比如，儿子和朋友一起开了个酒店，父亲借了钱给儿子开饭店。一天，父亲来吃饭，父亲属关联方，这就算“关联交易”。

如果父亲按正常价格买单，这笔关联交易没有损害其他股东利益，就是公允的；如果父亲给了低价，儿子涉及向关联方（父亲）输送利益，显然会使其他股东利益受损；如果父亲给了高价，饭店各股东皆大欢喜，关联方（父亲）补贴酒店盈利。但如果酒店正在出让股权，就会使新股东受损，新股东不知道红红火火的酒店其实是靠关联方（父亲）补贴的，他花了更多的钱来购买股权，接手后，关联方不补贴了，酒店可能就黄了。同时，监管机构也不乐意了，原来的流水是靠人为堆砌的啊，给的“最佳餐厅”称号名不符实啊，撤掉，酒店经营也会下降。

大量关联交易的存在使得公司有虚构业绩或掏空上市公司的可能，也有可能虚增上市公司业绩，推动股价上涨。

实际案例中，有些公司为了粉饰业绩，或者维持上市资格，利用关联交易降低费用支出、增加收入来源。包括向大股东等关联方出让股权和资产来增加投资收益，以大股东承担某项费用的方式减少公司本年期间费用，从而使本年利润增加。如蓝田股份 2000 年在中央电视台投放的广告费用是由“中国蓝田总公司”投放的，利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用集团公司分摊了高额广告费用，虚增了上市公司的利润。

投资人可以关注上市公司年报和公告，分析上市公司与关联方的销售收入占总收入的比例，采购成本占总采购成本的比例，以及其变化趋势看；分析具体关联交易和市场定价是否符合公允原则，来判断对上市公司的影响。

我们可以运用关联交易剔除法来看一家公司的主业盈利能力，将来自关联企业的利润从公司利润总额中予以剔除，来分析上市公司自身获取利润能力、利润来源是否稳定、未来的成长性是否可靠，以确定其财务报表的可信赖程度。

【案例 2-7】 汉能薄膜发电受质疑的关联交易

汉能控股集团有限公司（简称汉能控股）成立于 1994 年，总部设于北京，是一家涉足水电等传统清洁能源、太阳能光伏产业的民营清洁能源发电企业。

汉能薄膜发电集团有限公司（简称汉能薄膜发电）在香港交易所上市，总部位于香港，主要从事制造硅基薄膜发电组件制造用设备及整线生产线；建造薄膜发电地面电站和屋顶电站以供销售及薄膜发电应用产品的开发。

根据汉能控股方面的解释，截至 2015 年 2 月 28 日，作为大股东的汉能控股及其一致行动人对汉能薄膜发电的持股比例为 73.1%。汉能薄膜发电的绝大部分收入和利润来自关联交易，母公司汉能控股几乎是该公司唯一的大客户，自 2010 年以来汉能薄膜发电的营业收入，绝大部分为向母公司销售设备等关联交易所得。2014 年大幅增加了第三方销售，但 96.15 亿港元的收入中，仍有 62% 来自关联公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其交易模式是汉能薄膜发电替母公司汉能控股生产薄膜生产线的组件设备，而母公司生产薄膜电池后，又会将有关电池售予汉能薄膜发电生产的电站。因未详细披露关联交易情况，难以评估关联交易价格是否合理。

汉能薄膜发电的关联交易久被市场质疑。英国金融时报曾撰文指出其过高的关联交易比例，认为汉能薄膜发电的财务指标存在人为操控的嫌疑，强调汉能薄膜发电股价存在被操纵的嫌疑，其统计了自2013年1月2日～2015年2月9日间，汉能股票总在尾盘出现飙升。

在上述的质疑声中，汉能薄膜发电股价经历了大起大落。2015年3月，汉能股价暴涨，总市值突破3 000亿港元，但在2015年5月20日，汉能薄膜大跌46.95%后停牌（见图2-5）。



图2-5 汉能薄膜发电2015年1～7月股价日线图

后续：其实问题的关键在于交易是否公允，但可惜的是，汉能薄膜发电的关联交易经不起检查。2015年2月18日汉能薄膜发电公告称，按照与汉能控股新订立的三年期总供应协议，汉能控股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

母公司汉能集团在2015～2017年期间，每年可从上市公司的采购上限约为128亿人民币。2015年6月发布公告称，经公平协商后，公司将终止向汉能控股出售六套总产能为900MW的硅基薄膜太阳能电池BIPV元件封装线设备销售及技术服务交易，设备销售及技术服务协定订约方已签订终止协议。此次汉能薄膜发电主动终止关联交易再度引发部分市场人士对其经营模式的质疑。

2015年7月15日，港交所依据《证券及期货规则》第8（1）条（包括于上市及公告中载有虚假、不完整或具有误导性的资料、有需要维持有秩序及公平的市场、维护公众或投资者大众的利益，以及未有遵从证监会准许复牌的施加条件等情况下，证监会有权通知交易所，暂停该股份一切交易），要求汉能股票停牌。

按汉能股份市值计算，中登公司于汉能持仓约1.6%，按停牌前股价计算，意味内地投资者至少仍持有汉能约26亿元市值的股票。停牌的后果如何？有报道称“恐血本无归”，无论结果如何，这绝对是血的教训。

资料来源：汉能薄膜发电备受市场质疑：谜一样的企业，http://money.163.com/15/0521/09/AQ4KLCP400254445.html.

有一部分对上市公司有利的关联交易是不错的，但占利润比重过大的关联交易就像是令人欲罢不能的爱好，正常的还好，如果是毒品，一旦举报被抓，一停，坠落！

4. 利润的同行业对比分析

如表2-3所示，与同行业的利润对比分析，可看出各自的相对排名、盈利能力和发展趋势。有绝对额比较法，也有相对额比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法。表 2-3 以酒类公司近五年的净利润增减率来分析。

表 2-3 五大酒类公司 2010 ～ 2014 年净利润同比增减率 （%）

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
贵州茅台	1	14	52	73	17
五粮液	−27	−20	61	40	35
泸州老窖	−74	−22	51	32	32
ST 酒鬼	−166	−107	157	143	36
古井贡酒	−4	−14	28	81	124

就净利润的成长性而言，贵州茅台显然独占鳌头，连续五年保持增长，其他公司与贵州茅台相比，显得黯然失色，出现不同程度的下滑。特别是酒鬼酒，甚至在 2013 年和 2014 年连续两年亏损，被戴上了 ST 的帽子。

另一方面，其他公司净利润的波动性明显大于贵州茅台，表明贵州茅台经营风险较低，而酒鬼酒等公司的净利润却呈现了大起大落的变动趋势。

5. 利润的变化趋势分析

利润的影响因素很多，不同于收入主要受销量和单价影响，利润表的各个科目都会对最终的利润产生重大影响。以贵州茅台为例，如表 2-4 所示。

表 2-4 贵州茅台 2010 ～ 2014 年净利润情况

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入（万元）	3 157 393	3 092 180	2 645 534	1 840 236	1 163 328
营业收入增长率（%）	2	17	44	58	20
净利润（万元）	1 534 980	1 513 664	1 330 808	876 315	505 119
净利润增长率（%）	1	14	52	73	17

对比收入增长率。我们发现在 2011 年和 2012 年贵州茅台经营形势良好的情况下，收入增幅高于 30% 时，其利润的增幅高于收入的增幅；当 2010 年、2013 年、2014 年收入增幅放缓时，低于 20%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其利润增幅低于收入增幅。因此，从贵州茅台的利润结构来看，要想获得利润的高增长，必然要让收入的增速得到快速恢复和提高。

从利润的增长趋势来看，增速不断下降，2014 年处于基本增速缓慢停车的状态，一般会出现两种情况，下滑或者重新加速。所幸，从 2015 年第一季度的数据看情况尚可，贵州茅台营业收入同比增幅 15%，利润同比增幅 18%，利润增幅高于收入增幅，恢复迹象显现，如果后三个季度保持这种趋势，贵州茅台可能重返成长轨道。

2.2 影响股价的辅助性财务指标

2.2.1 净资产收益率 / 总资产收益率——研究投资盈利能力

如何评价企业的回报率？财务指标主要包括 ROE（净资产收益率）、ROA（总资产收益率）、投资资本回报率、每股收益等。

净资产收益率 = 净利润 / 净资产，反映股东投资回报率；总资产收益率 = 净利润 / 总资产，反映企业债权人和股权人的综合投资回报；投资资本回报率 = 税后净营业利润 / 投资资本，分子把净利润界定在营业范围内，即在计算净利润过程中不扣除利息，不包含营业外收支，调整后即税后净营业利润。上述指标本质上是相通的，是从不同角度反映企业投资回报。资产受企业债务结构影响，不同公司债务扩张带动资产增加，相比而言，净资产收益率更易反映企业股东资产盈利能力的差异。

净资产收益率的高低说明了什么？

净资产收益率是衡量上市公司盈利能力最直接有效的指标。这一指标反映了股东权益的收益水平，是一个综合性最强的财务比率。用净资产收益率评价上市公司业绩，可以直观地了解净资产运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用带来的收益，并同行业公司比较中得出其中的管理差异。

对于净资产收益率的分析，最有效的方法是杜邦财务分析体系（The Du Pont System）。

净资产收益率＝销售净利率 × 总资产周转率 × 权益乘数

权益乘数 =1/（1− 资产负债率）

以万科 2014 年净资产收益率为例，如图 2-6 所示（单位：亿元，%）。

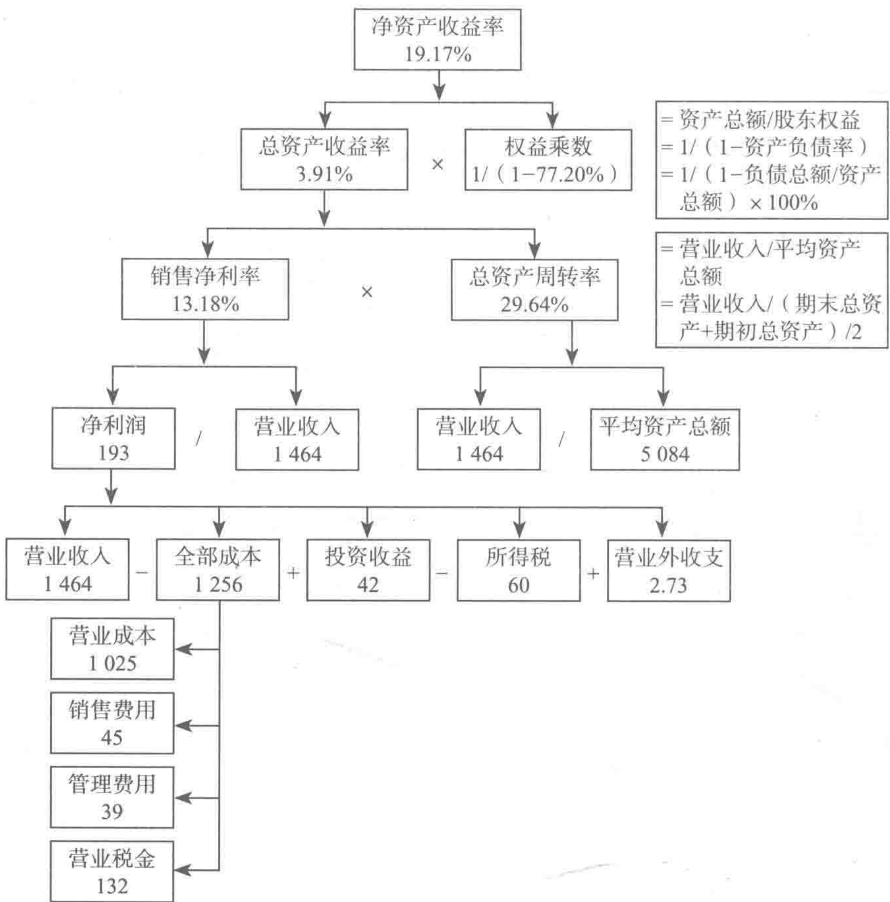


图 2-6 万科 2014 年净资产收益率杜邦分析图

资料来源：东方财富网、网易财经。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从以上公式中可以看出，决定净资产收益率高低的因素有三个：销售净利率、总资产周转率和资产负债率。

（1）销售净利率 = 净利润 / 营业收入，反映每单位销售收入创造的利润水平。销售净利率对净资产收益率有很大作用，销售净利率越高，权益净利率也越高。影响销售净利率的因素是营业收入和各项成本费用。扩大销售收入，降低成本费用是提高企业销售利润率的根本途径。

（2）总资产周转率是反映总资产的周转速度。对总资产周转率的分析，需要对影响总资产周转的各因素进行分析，以判明影响公司总资产周转的主要问题在哪里。

（3）权益乘数表示企业的负债程度，反映了公司利用财务杠杆进行经营活动的程度。资产负债率高，权益乘数就大，这说明公司负债程度高，公司会有较多的杠杆利益，但风险也高。反之，资产负债率低，权益乘数就小，这说明公司负债程度低，公司会有较少的杠杆利益，但相应所承担的风险也低。

净资产收益率也会受多种因素共同影响。如一家上市公司资本结构变化了（如增发配股等），净资产增加，资产负债率变化了，权益乘数也变了；同时股权融资后降低了企业有息负债，相应降低了上市公司财务费用，利润也会相应上升，净资产收益率可能就不会发生大的变化。

很多人认为净资产收益率指标是最重要的财务分析和投资指标，笔者对它的重要性并不反对。相对股价变化而言，趋势变化的影响更重要，同样资本结构条件下，净利润增长往往能带来净资产收益率的同步提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.2.2 毛利率——研究竞争地位

毛利 = 营业收入 − 营业成本

毛利率 = 毛利 / 营业收入

毛利反映营业收入和营业成本的关系，揭示市场竞争状况和企业在产业链中的市场竞争力。毛利增加，说明营业收入和营业成本差额扩大，营业收入增幅超过营业成本的增幅，规模效应成果明显，带动营业利润增加；如果营业收入增幅低于营业成本的增幅，原因可能是企业降价销售，市场占有率扩大，但未取得营业收入的同步增长，如果突破盈亏临界点，企业就面临增收不增利的尴尬境地。

毛利率反映行业特征，通常来讲，如果行业毛利率低于 20%，说明整体市场竞争激烈，净利率不高。如果毛利率很高，大家的日子都比较好过。酒类企业的毛利率普遍较高，龙头企业贵州茅台的毛利率一直保持在 90% 以上，即使遇到困难年份也会有余力度过。四川长虹近几年毛利率一直在 20% 以下，销售净利率空间更低，不超过 2%，主业彩电行业竞争激烈和产品边缘化，需求下滑，导致公司毛利率下降，盈利压力巨大。

软件行业、酿酒行业、餐饮行业的高毛利率意义不完全一致。软件行业记入营业成本的材料成本等直接生产成本非常低，而主要的费用——人工成本等记入管理费用或销售费用。餐饮行业同样在扣除食材成本后的毛利率较高，但主要的费用——房租等记入管理费用，销售净利率较低。毛利率高的企业，关注其销售费用、管理费用、财务费用三大费用占营业收入的比重，过高直接削弱盈利能力。高毛利率并不代表高利润率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利率反映竞争优势，同一行业上市公司毛利率的差异反映个体公司的竞争地位差异。在激烈的竞争环境下，企业的可持续发展在很大程度上取决于企业能否从产品中获得利润和资金用于再生产。毛利率越高，表明企业所提供的产品利润率高，往往是产品拥有高质量和品牌价值，这也意味着企业可以持续扩大再生产、技术研发和品牌管理，形成一个良性发展循环。正常的商业逻辑是，在充分竞争的市场中，每家企业只能取得平均的利润率，除非这家企业有足够合理的理由，如先进的技术、行业的领头或垄断地位等。

如果一家公司的毛利率年度之间发生了较大波动，投资者应关注其原因。一般来说，只有产品销售价格变动、人工费用的提高、原材料的价格变化才会导致整体毛利率的大幅变动。

如果再将毛利率作更深入的研究，可以关注不同业务单元的毛利率变化。上市公司年报中会披露各项业务的收入和相应的毛利率，如一家从事工程施工业务的上市公司可能存在其工程、技术服务收入的毛利率在不同项目、境内外间存在很大差异，可分析其原因及合理性。

最佳的投资产品，拥有同行业较高的毛利率，毛利率高表明企业目前的盈利状态；毛利率不断增长，表明企业可持续发展的能力。后者更能证明企业的未来价值。

2.2.3 资产负债率——研究风险和融资能力

资产负债率，是指负债总额占资产总额的百分比，反映了企业全部资产中债权人提供的资产比重，往往是考核长期偿债能力和财务风险的最简单的指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能单纯判定资产负债率高低的好坏。负债率居高不下，财务风险凸显，发生偿债风险的概率就越高；但若盈利能力高，项目投资收益率高于借款的资金成本时，负债融资产生的税盾效应、管理层压力效应可以提高资产收益率。

资产负债率的分析也要关注债务结构。如果债务主要是银行借款为主体，尤为值得注意。如果是以预收账款为主体，可能是大量利润未结转，实际财务风险大大降低。

资产负债率也反映了企业财务杠杆和未来举债能力。资产负债率低的企业，财务杠杆应用不充分，资金闲置，使用效率下降；一旦实现并购式外延扩张方式，可以迅速获取资金来用于项目并购。

注意金融市场环境变化对资产负债率和企业风险的影响。如果银行缩小信贷规模，对企业停止贷款，则易导致资产负债率高的企业资金周转不灵；另外，如果企业自身盈利下降，资金流减少，银行可能缩小贷款规模。

中国上市公司资产负债率随产业差异而呈现出不同的杠杆水平。一些重资产企业，如航空业、钢铁行业、基础设施等重资产行业，需要资金的持续投入新建项目或更新改造，资产负债率一般偏高；而新兴的高科技、服务行业，普遍轻资产，不需要太多固定资产，资产负债率一般较低。

资本结构同样会对企业经营产生重大影响。如航空业高外币负债可能带来的汇兑损益的重大波动，地产的高负债要求加强去化率和融资管理。

【案例 2-8】 恒大地产高资产负债率带来的成长极限和风险突显

恒大地产 2014 年年底总资产 4 745 亿元，总负债为 3 621 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，账面资产负债率为76%。另外在会计报表权益工具中包含了529亿元的永续债。虽然根据会计准则，永续债未计入负债，而计入股东权益，但实质上是企业往往在一定期限内偿还本息，与其他传统债务没有大的差别。如果将恒大的永续债计入债务重新计算资产负债率，恒大的实际资产负债率接近90%。[①]

Tips：

永续债是指不规定到期期限，债权人不能要求清偿本金，但可按期取得利息的一种债券，由于合同条款会约定下一计息周期（三年或五年后）利率大幅调升，到期时一般是债务人赎回。财政部下发的《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》，将永续债计入权益。

恒大在2014年的资金周转也几乎完全依靠融资所得。在2014财年，恒大的经营所得现金净流入是−455亿元，投资活动现金净流入为−129亿元，融资活动现金净流入为558亿元。大量的融资额保证了恒大2014年的经营活动和投资活动所需的资金，从侧面显示了恒大的资金现状。

高企的债务怎么还？恒大使出了十八般武艺。筹集股权资金，恒大于2015年5月以每股5.67港元价格配售8.2亿股筹资46亿港元，配售股份占到公司现有已发行股本的5.5%。继续发债，借新还旧，6月在境内发行的200亿元公司债的首期5年期50亿元成功发行，利率是5.38%，创造了恒大历史上利率最低的一次长期债。

尽管恒大地产短期内化解了资金困境，但其高负债，以及背后的成长压力和估值压力，依然使其股价承压（见图2-7）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

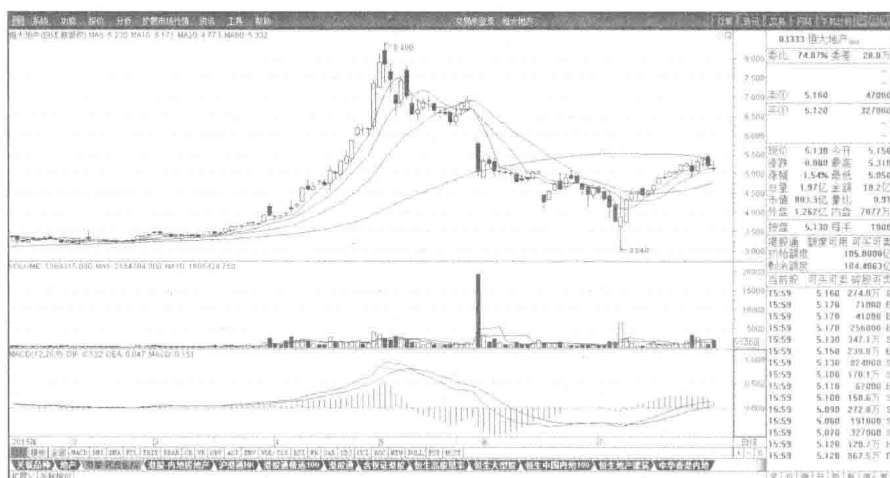


图 2-7 恒大地产 2015 年股价日线图

① 2015 年 5 月 25 日出版的《财新周刊》第 20 期报道。

2.2.4 经营性现金流——研究企业利润成色

现金是公司的血液，经营活动产生的现金流入包括了销售商品、提高劳务等与公司经营管理有关的现金；现金流出包括购买商品、发放职工薪酬、缴纳税费等现金支出。正的现金流，反映出企业通过日常经营活动可以持续产生正向现金流，自我造血能力强，反之不具有健康的造血机能，持续下去会出现生存问题。

如果说权责发生制原则下有数据粉饰等问题，一个会计估计、处理方式的不同，会产生不同的经营结果，但现金流量是真金白银，是最真实的。

评价企业资产质量、利润质量的方法之一就是分析资产和利润中的现金含量。现金含量越高，质量越好。

经营现金净流量与净利润的比率

= 经营活动产生的现金流量净额 / 净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该指标反映利润的含金量，以贵州茅台为例，该比率在 2012 年前基本上都在 1 以上，近三年有所下滑，仍维持在 80% 左右，说明企业销售下滑的影响。

万福生科的该比率在上市前三年为 2008 年 0.08，2009 年 0.32，2010 年 1.29，2011 年上市当年 0.55，而绿大地上市前三年为 2004 年 0.6，2005 年 0.09，2006 年 1.01，2007 年上市当年 −0.7。该数据剧烈波动，上市前三年数据很低，前一年数据突然向好，该指标超出 1，实则运作透支，上市后原形毕露，其实已透出会计造假的端倪。

同时，投资者应关注经营活动现金流量的变化趋势，如若持续下降，说明企业获取现金能力下降，需要减少投资或筹集外来资金用于生产经营，未来可能会对企业后续发展产生重大影响。

2.2.5 预收账款和应收账款——研究利润的蓄水池和风险池

1. 预收账款

预收账款是指按公司在未发出商品或提供劳务时，向客户提前预收的款项。

大额预收账款，一方面说明企业产品处于强势地位，供不应求，企业通过占用产业链下游单位的资金开展自身的经营，一段时间内无偿占用，节省大量的资金利息；另一方面说明部分利润未结转，意味着企业未来的营业收入。

在地产行业中，特有的预售制度使很多房地产公司在交房前占用购房人的购房款，通过调节预收账款和收入等指标，可以对当年经营业绩产生巨大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贵州茅台等酒类优质企业在 2013 年以前都有大量预收账款的年末余额，当初产品供不应求，经销商需要提前打款，酒厂再根据订单发货；但后来两年销售下滑，预收账款余额不断下降，池子里蓄的水越来越少。

2. **应收账款**

应收账款是指企业因销售商品、提供劳务等经营活动应收取的款项。产品畅销，供不应求，多数为提前收款，后发货，应收账款少；产品滞销，应收账款偏多。

关注应收账款的变动情况，趋势是否与收入的变化趋势相符合，如存在异常比例，一家公司收入保持稳定，但应收账款明显增加，可能是企业通过放宽赊销政策来保持营业收入的稳定，企业未来销售回款压力增加。

应收账款周转率这一指标来衡量赊销收入的可收回性和周转速度。应收账款周转率高，说明企业收款速度快，偿债能力强。应收账款周转率低，表明企业的资金回笼和周转存在问题。

应收账款周转率 = 营业收入 / 平均应收账款余额

其中：

平均应收账款余额 =(应收账款余额年初数 + 应收账款余额年末数) /2

关注应收账款净额占总资产的比例，高额的应收账款会使企业面临很大的坏账风险，这些坏账风险会影响公司的正常运作。

关注相应的坏账计提政策，采取单项或按账龄计提坏账，即使已做披露和计提相应准备，如与实际回收情况存在重大差异，未来仍会对企业经营绩效产生重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以报告期内应收账款增幅和营业收入增幅、应收账款周转率、应收账款占总资产的比例、坏账计提和去年同期、同业可比上市公司做比较，出现明显偏低，投资人需关注回收风险。

【案例 2-9】 四川长虹 2004 年的巨亏

四川长虹成立 20 年来最大的一次年度亏损发生在 2004 年，当年巨亏 37 亿元。其主要原因是对其客户 Apex Digital Inc. 所欠应收账款计提了 26 亿元的坏账准备，其占当年应收账款的 87%（见表 2-5）。

表 2-5 四川长虹 2001 ～ 2004 年应收账款和其他相关指标

项目	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
营业收入增长率（%）	−18.36	12.30	32.27	−11.14
应收账款增减幅度（%）	−56	15	50	58
应收账款周转率（次）	3.22	3.07	3.54	4.05
经营现金净流量对销售收入比率（%）	0.07	−0.05	−0.24	0.14

从该事项发生的前三年看，应收账款的相关指标已出现了异常，应收账款增幅远远高于营业收入的增幅，应收账款周转率维持在低位，经营性现金流为负，应收账款回收存在重大问题。

2004 年计提坏账准备后创历史最大亏损，股价也在 2005 年达到历史的低位（见图 2-8）。

2.2.6 商誉——研究利润下滑风险

并购是企业实现快速增长、弯道超车的主要途径。近年来，资本市场并购大潮风起云涌，在并购盛宴下公司市值暴涨，但能否实现利润的快速增长，却并非简单的并购如此简单，繁华散去，露出的是实实在在的本色。很多公司被并购进来，以巨额商誉的形式增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加了收购成本，一旦巨额减值发生，对收购公司未来业绩会造成巨大冲击。

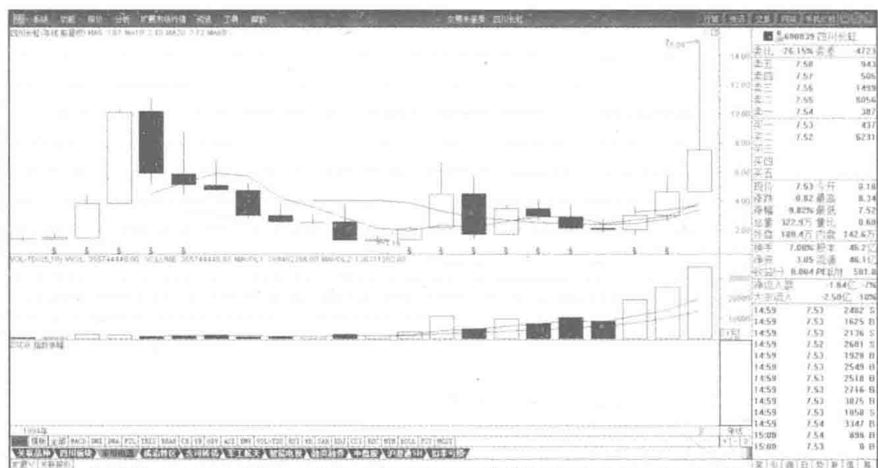


图 2-8 四川长虹股价年线图

在会计处理上，商誉是指在非同一控制下并购，并购成本超过被并购方可辨认净资产公允价值的金额而计入合并资产负债表中的资产，每年进行减值测试不摊销；未来如果并购标的经营不善，面临减值风险，对以后年度的利润造成冲击。

实务操作中由于商誉减值是否发生，更多需要会计师的专业判断，减值测试模型中很多假设（如收入和成本增长率）难以精准判断，在企业正常经营情况下通常不需提取减值准备，但当并购标的经营未达预期，真实业绩明显低于承诺或当初的评估报告，往往是一次性或分次提取商誉减值准备，对上市公司业绩造成重大影响。

民营企业并购计入商誉的情况较为普遍，国有企业多依据资产评估报告确定的公允价值进行收购，而将资产评估报告用基础法确定的公允价值与原并购企业账面净资产的差额确认为固定资产或无形资产，分期摊销处理，这是一种谨慎性处理。前者处理类似于前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进道路上埋着的地雷，可能某一天碰着就引爆了，伤害很大；后者可视为将原来的大地雷转化为攥在手心里的一堆小鞭炮，每年炸一下，两者的区别在于不明确的集中爆炸和明确的分次爆炸。

【案例 2-10】 金利科技不断的高溢价并购

金利科技于 2010 年 8 月 31 日登陆中小板，上市以来业绩逐年下降。2010 ～ 2013 年，公司净利润分别为 6 655 万元、4 941 万元、4 744 万元、3 760 万元，在 2014 年突然出现亏损 1.29 亿元，主要原因是对前期并购宇瀚光电计提商誉减值准备 1.17 亿元。

并购方案：金利科技 2012 年年初以总价 3.7 亿元，溢价 4 倍购买的宇瀚光电 100% 股权（其中约 1.89 亿元现金收购康铨投资持有的宇瀚光电 51% 股权，另以 17.12 元 / 股向康铨上海定增 1 058 万股收购剩余的 49% 股权）。2013 年 1 月 15 日，宇瀚光电 100% 的股权过户至金利科技名下，宇瀚光电纳入公司合并范围。

并购前标的情况：2009 年至 2011 年 1 ～ 9 月，宇瀚光电的营业收入分别为 7 717.3 万元、9 040.74 万元、14 944.48 万元，净利润分别为 −59 万元、1 051 万元、4 004 万元。截至 2011 年 9 月 30 日，宇瀚光电经审计净资产值为 7 168.02 万元，100% 股权的收购价格为 3.70 亿元，相对于净资产值溢价 416.18%。

并购的设想：当初金利科技的收购草案称，宇瀚光电的工艺制程和产品结构与公司具有较强的互补性。收购完成后，公司在人才、管理、工艺制程、产品结构等方面的竞争力均会有显著的提升。由于宇瀚光电已经与美国苹果公司等世界知名企业建立合作关系，收购完成后，在触控屏智能手机和平板电脑等领域的业务量将会有较大增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出让方给出的业绩承诺：宇瀚光电 2011 ～ 2014 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 4 408 万元、4 015 万元、4 497 万元、4 729 万元。

因宇瀚光电 2013 年、2014 年均未能完成当初的业绩承诺，另外，股份补偿未及时履行，公司已提起法律诉讼且法院已经受理，并对康铨上海持有的公司股份 665.93 万股股份进行了冻结。后经调解于 2015 年 7 月 30 日收到 SONEM INC. 支付的补偿款人民币 1.3 亿元。金利科技并购宇瀚光电，可以说是不成功的并购，反而给企业带来了沉重的负担，股价长期波澜不惊（见图 2-9）。

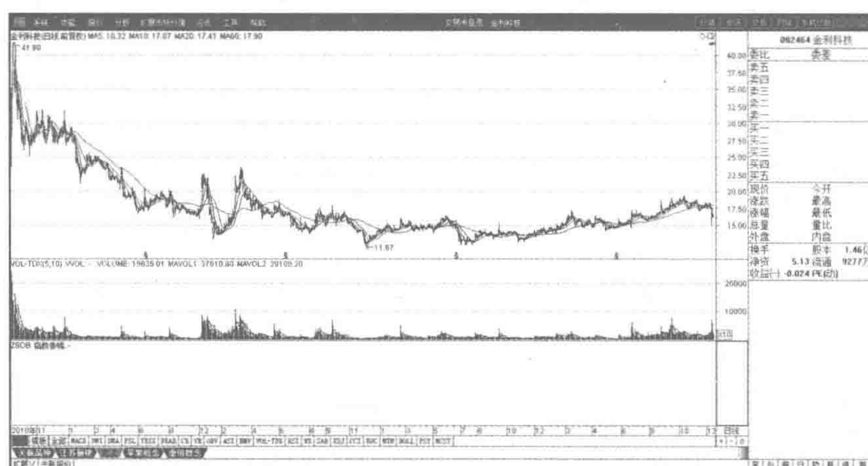


图 2-9 金利科技上市至 2015 年 7 月初股价日线图

金利科技 2015 年 7 月公告，拟以约 21 亿元现金购买 MMOGA 100% 股权。同时，拟向公司董事长、总经理方幼玲拟设立的峰实公司出售除货币资金和除外权益以外的全部资产、业务和负债。重组完成后，公司将转向互联网电子商务中介平台公司。预案也提示了与交易和标的经营相关的 17 项风险。在 7 月 28 日复牌后股价连续上涨（见图 2-10）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 2-10 金利科技 2015 年年初～7 月 31 日股价日线图

资料来源：商誉减值海啸．证券市场周刊 2015 年第 25 期。

投资者要对年报中商誉余额大且快速增加的公司给予特殊关注，承受未来某个年度突然大额减值计提、利润下降的风险。

2.2.7 同业财务指标比较——研究公司的竞争地位

单看一个公司自己的指标，有很大局限性；视野拉开，和同行业的其他公司比较，看大家的差异，是判断一个公司综合实力和竞争地位的最有效方法。

一方面是产业和竞争格局的分析。结合目标企业的战略来看，企业的主要竞争对手是谁，双方的竞争差异主要在哪里，最核心目的是分析未来产业、产品的发展趋势，未来主要的竞争对手、竞争格局、竞争策略、市场占有率排名。

行业数据可以通过许多途径来获得。如全国工商联经济部和中华财务咨询有限公司每半年发布一次上市公司财务指标指数，可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较好地看到各行业上市公司财务指标的总体平均值。以 2012 年报告为例，我们可以得到很多有价值信息。宏观趋势分析：2012 年 A 股主板与中小板上市公司平均毛利率 23.39% 和平均净资产收益率 7.6% 的数据。相关数据比 2011 年分别下降了 0.68 和 2.25 个百分点，并且均低于 2009 年的水平。各行业盈利能力、成长能力和长期偿债能力如图 2-11 所示，成长能力方面，主板和中小板上市公司平均营业收入增长率为 5.98%，22 个行业中有 12 个行业高于平均指数，其中医药生物、信息服务、食品饮料行业分别位于前三名；10 个行业低于均值，黑色金属、家用电器、机械设备行业最低。创业板上市公司平均营业收入增长率高于其他上市公司平均指数 10.62 个百分点。

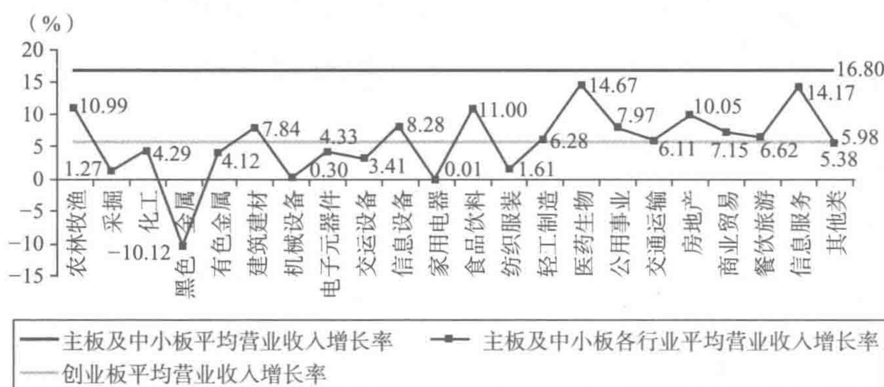


图 2-11 2012 年各行业营业收入增长率图

另一方面是和竞争对手的比较分析。确定了上市公司的行业分类、同行业对标公司后，根据各公司年报，计算财务指标的同业平均值、最高值和最低值，找出明显偏离同业水平的财务指标，从而分析出企业的优劣势。

我们可以从多种渠道获得相关上市公司年报、行业数据、研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究报告等。对其品牌和市场地位等综合因素进行排序，比较双方的竞争优势。比如我们从上市公司年报看到不同的资产规模、资产负债率、有息负债、财务费用，可以得出双方融资成本的差异。又比如通过比较各种成本数据，结合销售量数据，得出单位成本，从而比较双方的生产成本差异。或者比较同业公司的市盈率、市净率指标，寻找相对的安全边际。

从证券公司的交易软件可以获得即时的信息，包括股价、市盈率、市值、资产、收入、利润、市净率、收入增长率、利润增长率等关键指标（见图 2-12）。

	代码	名称	利润同比%↓	收入同比%	市净率	市现率	市销率	每股收益	每股净资	调整后净资	每股公积	每股未分配	权益比	净益率%	销售毛利率%	营业利润率%
1	000929	兰州黄河	2072.18	-3.56	5.34	228.61	19.98	0.368(一)	4.06	-	1.04	1.89	45.19	9.07(一)	41.74	41.14
2	000799	*ST酒鬼	1071.13	98.03	4.00	176.15	41.08	0.059(一)	5.19	-	3.57	0.82	78.90	1.13(一)	64.96	12.37
3	600365	通葡股份	535.32	494.23	7.84	-384.97	51.76	0.013(一)	3.44	-	3.74	-1.34	73.32	0.39(一)	30.36	6.96
4	600779	*ST水井	156.30	254.73	4.22	47.17	20.05	0.099(一)	2.57	-	0.82	0.02	72.52	3.04(一)	75.50	27.36
5	600090	啤酒花	149.89	6.21	12.76	79.49	22.10	0.033(一)	1.26	-	1.05	-0.89	33.60	2.63(一)	33.41	10.80
6	600559	老白干酒	39.59	37.52	15.34	75.34	17.24	0.155(一)	4.92	-	1.19	2.21	30.65	3.16(一)	59.43	4.88
7	002461	珠江啤酒	21.50	19.30	4.86	65509.00	25.22	0.011(一)	4.90	-	2.34	1.34	54.98	0.22(一)	37.40	0.40
8	600519	贵州茅台	17.99	14.69	4.77	130.41	32.23	3.475(一)	46.00	-	1.09	39.75	84.03	7.55(一)	93.21	72.61
9	000869	张 裕A	15.90	20.99	3.94	41.65	15.92	0.774(一)	10.74	-	0.82	8.44	75.78	7.20(一)	67.00	38.27
10	000995	*ST皇台	12.95	2.98	19.16	1047.31	120.16	-0.016(一)	0.65	-	1.43	-1.81	23.54	-2.49(一)	55.41	-15.42
11	002304	洋河股份	11.28	10.41	4.54	38.37	15.93	1.478(一)	14.57	-	0.78	12.72	70.35	10.15(一)	60.01	47.47
12	000568	泸州老窖	9.59	21.99	3.48	-112.43	18.67	0.385(一)	7.31	-	0.47	4.84	75.18	5.27(一)	57.32	38.54
13	600573	惠泉啤酒	7.44	4.25	2.79	801.59	18.78	-0.057(一)	4.28	-	2.02	0.75	91.59	-1.32(一)	38.56	-9.25
14	601579	会稽山	6.67	9.42	4.23	-100.14	25.23	0.125(一)	3.71	-	1.32	1.22	68.39	3.38(一)	50.99	27.53
15	000860	顺鑫农业	6.20	0.87	2.30	28.67	3.76	0.337(一)	9.24	-	4.90	2.78	32.90	3.64(一)	42.85	8.36
16	000752	西藏发展	5.98	10.04	6.00	199.10	45.91	0.025(一)	2.97	-	0.09	1.68	55.91	0.84(一)	25.07	19.10
17	000596	古井贡酒	5.61	12.05	4.15	60.70	11.22	0.601(一)	8.95	-	2.57	4.79	64.44	6.72(一)	70.00	23.93
18	000729	燕京啤酒	5.21	4.22	2.01	94.10	7.88	0.019(一)	4.38	-	1.61	1.23	63.78	0.43(一)	31.77	3.66
19	002646	青青稞酒	4.48	1.93	5.03	45.72	22.10	0.356(一)	5.30	-	1.90	2.22	85.17	6.72(一)	65.88	37.88
20	600059	古越龙山	1.96	3.96	2.58	-158.67	19.86	0.069(一)	4.66	-	2.33	1.09	89.50	1.48(一)	36.27	15.31
21	603369	今世缘	1.45	1.52	4.69	80.03	20.49	0.552(一)	7.62	-	1.98	4.23	81.87	7.25(一)	72.61	41.66
22	603589	口子窖	-	-	8.65	-148.38	30.54	0.292(一)	4.34	4.34	0.00	0.00	63.04	7.47(一)	-	32.61
23	603198	迎驾贡酒	-	-	8.23	747.40	26.97	0.258(一)	3.84	3.84	0.00	0.00	72.87	7.48(一)	-	30.00
24	600616	金枫酒业	-4.12	7.29	3.38	11804.03	23.36	0.120(一)	3.82	-	1.03	1.68	89.04	3.13(一)	54.12	26.45
25	600600	青岛啤酒	-11.05	-3.18	3.44	26.05	7.63	0.386(一)	11.77	-	3.02	6.80	55.48	3.28(一)	39.45	9.40
26	600543	莫高股份	-11.66	-9.79	3.83	6306.06	60.55	0.047(一)	3.37	-	1.45	0.61	86.75	1.38(一)	65.46	29.97
27	600132	重庆啤酒	-14.82	5.98	6.99	70.83	12.88	0.046(一)	2.68	-	0.00	1.26	32.09	1.70(一)	36.11	2.77
28	000858	五 粮 液	-15.97	0.23	2.53	54.41	15.61	0.580(一)	10.97	-	0.25	7.85	85.55	5.29(一)	69.48	44.54
29	600197	伊力特	-22.52	0.75	3.24	5321.76	13.46	0.164(一)	3.89	-	0.46	1.05	77.77	4.22(一)	48.13	27.36

图 2-12 酿酒行业主要公司 2015 年 7 月 24 日即时信息图

资料来源：中信证券至信版。

投资者得到行业数据，可以将上市公司相关数据和行业平均水平、主要竞争对手进行对比，找出差距，这为投资者下一步的判断有个基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础性的数据准备。

正常的经营规律是，高于行业平均数的公司，一种是龙头公司继续保持优势；一种是竞争加剧回归至平均数，需要结合公司综合信息来判断。大多数情况下是回归。

2.3 影响股价的辅助性管理指标

2.3.1 行业基本面和企业基本面——研究企业发展的背景

众人瞩目的热门行业，短时间内鸡犬升天，股价你追我赶；冷门行业，走出特立独行走势的企业少之又少。投资适当要追逐市场的风口，当风来的时候，资金会把整个热门行业炒上去。例如2007年的有色行业，2015年的互联网、环保行业等均是当时的热门行业，相关公司股价快速上涨。因此判断行业基本面有其特殊的意义。

投资者需要关注导致行业基本面变化、趋势逆转的内外信号。外部信号主要来源于政策信号，如2013年国家限制三公消费对白酒行业的影响；内部信号主要来源于产品信号和技术信号，新产品的产生和产能扩大，黑天鹅事件。

很多时候市场呈现的不是信息不足，而是信息的爆炸、臃肿、冲突、无效，需要投资人去伪存真，聚焦关键点。

生命周期理论是一个研究行业和企业的有效办法。投资人要对企业所处的生命周期有个清晰的判断。1972年，美国哈佛大学的葛瑞纳教授（Larry E. Greiner）在《组织成长的演变和变革》一文中第一次提出了企业生命周期的概念，后广为传播，现在企业生命

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期理论已经有 20 多种，基本上都认为典型行业和企业一般要经过初创期、成长期、成熟期、衰退期四个阶段。在不同的阶段，它的成长率、销售、利润、现金流都是不同的，对应的投资价值也是不同的（见表 2-6）。

表 2-6 不同发展阶段的公司特征和投资价值

阶段 表现特征	初创期	成长期	成熟期	衰退期
经营风险	非常高	高	中等	高
管理风格	进取	进取	守成	不思进取 / 盲目多元化 / 寻找新经济增长点，重新增长
营业收入	少	高增长	增速减缓	出现负增长
利润	多数亏损	低利润，但增速较快	利润高速增长	利润开始出现下降
经营性现金流	大多为负数，波动性高	大多为负数，逐步增加	高正数，资金充裕	下降，资金较为充裕
股利分配	不分配	少分配	高分配	高分配
市盈率	非常高	高	中	低
投资价值	高 / 风险高	高	偏高	低
股价表现	迅速拉升	拉升，有波动	稳定增长	分化期，如没有新的突破，股价下跌；如业务重构，进入新的高增长领域，股价上升

公司都要经历“出生—成长—成熟—衰退”的发展阶段，无法脱离这个自然规律；好的企业，往往出现两种情况，在原有行业衰退期熬下来，剩者为王，直到行业再次回暖；另一种就是及时转型，进入新的初创或成长阶段的新兴行业。这个阶段也是公司价值重估的关键阶段。

我们可以看到，相对而言，初创期和成长期股价表现最好，在 A 股上市公司中，基本上已过了初创期，我们重点寻找的是进入成长期高增长股票和成熟期的稳定增长股票；同时对于进入衰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退期的公司，需要仔细甄别，寻找带来下一个爆发点的转型期的股票。

2.3.2 技术的研发能力——研究企业发展后力

目前各行业都受到了技术的巨大影响，公司发展要看技术权重，核心技术的意义是不言而喻的。即使是销售最简单自然商品，技术应用的新奇产品往往可以获得高溢价。

要从企业拥有的技术实力是否代表行业未来，是否受到市场的肯定、大规模产业化的可行性等判断公司的未来。前文所述的环保行业高速增长的碧水源，就是一个以技术起家的公司，市值增长走在了行业内其他公司的前列。科大讯飞凭借着语音技术霸主地位，逐步推动智能语音与人工智能技术与音频内容的应用结合，推进各领域从 2B 到 2B2C 商业模式变革，技术的不断突破和市场化推动科大讯飞市值的不断增长。

关注研发投入的影响。投资者可以从年报看研发支出和占收入的比重，大部分公司会披露研发支出总额、资本化研发支出、研发支出占营业收入的比重等重要数据。年报中同时也会披露已取得的技术成果、技术人员人数和比重、未来的技术方向等，也为投资者判断企业技术综合实力提供了参考数据。

单纯的技术并不构成永久的核心竞争力，但可以在一段时期内保持企业的领先优势，拉大与竞争对手的差距。技术优势也会提升生产效率和降低生产成本，获得高于行业平均水平的回报。

我们要关注技术最后的转化为企业经营绩效的提升，是带来产品销量和市场占有率的提升，还是高溢价商品，抑或是别人无法复制的内部运营能力和成本控制能力？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.3.3 业务的专一性——研究公司的风险和机会能力

看年报中的经营分析，可以看出公司业务分布，一家公司可以销售药品，同时还有房地产业务、金融投资等业务，这就是混业经营和多元化，很多上市公司或多或少都在涉及。这里投资者面临着一个管理难题：究竟是专业化好，还是多元化好？

专业化的原则是选择一个行业精耕细作，心无旁骛。市场上能长时间坚持下来，坚持只做一件事的企业，很大概率会成功，如可口可乐、贵州茅台、格力电器等，年复一年提供同一样产品或服务，且能保持稳定的增长历史，就是成功的企业。

多元化也造就了一些成功的优秀企业，如万达、复星、联想等。

不能简单评价专业化好还是多元化好，需依据行业发展、管理者能力等综合判断，但相对而言，对大多数企业来说，专业化要优于多元化。

【案例 2-11】 从湘鄂情到中科云网（盲目多元化的失败）

多元化没有错，但无目标的盲目多元化就会加速企业的衰亡。作为传统餐饮的代表企业，A 股上市首家民营餐饮企业——湘鄂情，备受关注。在资本市场，湘鄂情也故事多多，2012 年，并购龙德华餐饮及上海味之都等四家公司；2013 年以后，开始跨界并购，2013 年 7 月宣告以 2 亿元收购江苏中昱环保 51% 股权进军环保产业，后逐步涉足股权投资、成立餐饮产业基金、进军影视业、开拓智能有线电视服务等，组建开展互联网业务的运营团队及搭建运营平台。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务数据显示出湘鄂情四处出击的恶果。公司2012年盈利1.09亿元，多元化后开始经营困难，2013年，湘鄂情巨亏5.64亿元，2014年巨亏6.84亿元（后改名中科云网，2014年计提并购项目的商誉减值1.74亿元，主要由并购的上海味之都等子公司因业绩亏损导致，陷入经营困境）。截至2014年年底，公司总资产为105 448.83万元，2014年期末公司净资产为−5 775.40万元，审计机构出具了无法表示意见的审计报告。

同时应收及预付款项反映了巨大的经营风险，2013～2014年开展多笔对外投资，投资效益未达预期，投资效果不佳。公司对江苏中昱的预付款5 000万元、北京燕山红书画合作预付款3 000万元、广东富斯凯收购预付款1 400万元、笛女影视拟收购预付款1 600万元、"湘鄂情"系列商标转让尾款约4 000万元等大额应收、预付款项至今无法收回，并产生较多纠纷导致公司现金流紧张，虽部分纠纷已启动司法程序但仍存在无法按预期诉求获得收回款项的风险。

资金流出现断裂风险，更名后的中科云网2015年5月6日晚公告称，由于未按时支付北京国际信托有限公司贷款本金、利息、罚息和其他费用，*ST云网5月5日收到北京市中信公证处发来的《通知函》，对公司的财产予以强制执行。申请强制执行的标的为借款本金1.1亿元、利息358万元、罚息60 480元、实现债权的费用。2015年4月7日，公司需在该日全额支付第三期利息及回售款项合计4.02亿元。截至4月7日，公司通过大股东财务资助、处置资产、回收应收账款等方式已收到偿债资金1.61亿元，尚有2.41亿元资金缺口，故构成违约。

2015年7月，中科云网公告，原董事长孟凯持有公司18 156

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万股，占公司总股本22.70%，因其财务状况恶化，无法按约赎回质押给中信证券的股票，致使该部分股票将被司法拍卖。

由于主业亏损、多元化投资失败、债务危机等造成中科云网陷入全面困境，未来拟通过转让集团公司所拥有的房产物业，关店、终止经营或股权转让的方式减少亏损；对于环保公司，中科云网正在寻求以股权出让等方式进行进一步的业务整合。

2.3.4 管理层——研究企业发展的基石

1. 管理层的变动

陷入颓势的公司，如果任命新的有经验的管理层，往往会带来新的管理预期，进而提升盈利预期。

2015 年 5 月泸州老窖董事会公告，公司新一届董事长为刘淼，46 岁，曾任销售公司总经理；总经理为林峰，42 岁，新领导均由公司内部培养产生，而且拥有多年营销一线的工作经验。媒体认为前些年泸州老窖行业地位有所下滑，部分归因为营销上没有大的创新，预计新的管理层未来在营销转型、管理方式以及业务拓展上实现新的突破。2015 年一季度开始加强市场营销工作，营业收入同比增长 22%，利润同比增长 10%，初步显示了业绩的改善。

管理团队的素质关系到企业的未来，重点关注公司管理团队成员的背景、经历。通过年报获得企业的高管层的经历和经验，判断他们的人品、能力和价值观，这些因素都会潜移默化地影响一个企业的前途，也间接影响到未来的股价表现。

2. 管理思路

保守型还是积极性，这不能单一的说好还是坏。保守型如同仁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

堂、格力电器坚守主业业绩稳定；保守型如诺基亚等早已衰败；激进型如乐视网突飞猛进；也有如湘鄂情陷入困境。

投资者最好是结合行业的分析，初创期、成长期的行业最好是拥有坚持信念的管理者；衰退期的行业需要开拓性的管理层。最佳组合是两者的结合，管理的理性和感性的结合。

3. 管理层增减持股票的信号

公司业绩增长时，管理层增持印证增长；公司业绩下滑时，管理层增持股票一定程度表明看好公司未来，抛售股票就不是好迹象。当公开情况显示公司存在重大利好，而主要股东和管理层却抛售股票时，需要特别关注。

【案例 2-12】 獐子岛的巨亏后体现的管理层责任

2014 年 9 月 15 日～10 月 12 日，獐子岛进行秋季底播虾夷扇贝存量抽测过程中，发现部分海域的底播虾夷扇贝存货异常。随之公告称因为北黄海遭遇异常的冷水团，105.64 万亩海洋牧场遭遇灭顶之灾，底播虾夷扇贝遭受重大灾害损失，对 105.64 万亩海域成本为 7.35 亿元的底播虾夷扇贝存货进行核销处理；对 43.02 万亩海域的底播虾夷扇贝存货计提跌价准备 2.83 亿元，扣除递延所得税影响 2.54 亿元，合计影响 2014 年第三季度净利润 7.63 亿元，导致由上半年的盈利 4 845 万元转而变为全年亏损 11.9 亿元，较 2013 年下滑了 1 327%。

当时公众产生了很大的质疑，主要集中在存货损失是否是冷水团造成，问及是否可以打捞死亡扇贝以证实受灾事项。存货作假的通常做法是，少结转成本来虚增利润，后期逐步消化或进行减值核销。验证存货真实性的方法是实地判断，但由于贝壳的特殊属性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法实地抽查，死亡后的贝壳较轻，会随着海流被冲走，死亡的扇贝壳大多数不会留存在海底。

獐子岛公告称，每年一度的播苗是一个开放式的大生产，历时70天左右，仅公司直接参与人员近千人。每年10～12月进行苗种收购及底播，由来自多个部门的七人组成苗种收购小组，负责苗种过秤计量、苗种抽标核算，苗种供应商必须把当天销售的苗种数量、重量、标数、所用箱子数与公司工作人员核实准确，并由公司收苗人员签字确认。过秤必须保证主秤员、复秤员和供货业户三人同时在场过秤，现场计算完成各项数据，填写《苗种收购过秤单》各方签字后分别由财务管理部、苗种采购部门、供货业户三方负责保存，支付供应商货款采用银行转账或网银支付方式，不存在现金支付方式。苗种收购环节结束后，收购组长通知由分公司经理指定的播苗船长苗种数量、箱数，由播苗船长组织人员进行底播生产。底播过程一般设四个播苗小组，播苗人员20～24人，根据播苗船长指令进行底播，播苗箱子均为定制的播苗箱子。整个过程管理严格、公开透明，过程记录较为齐备。经证监会核查，未发现獐子岛2011年年底播虾夷扇贝苗种采购、底播过程中存在虚假行为。

在此危急事件发生后，管理层体现出了高度责任感，一是管理层承担损失，董事长吴厚刚承诺的自愿承担1亿元灾害损失（2014年12月履行2 000万元，剩余8 000万元将按承诺在2015年12月4日前完成）。管理层降薪，吴厚刚月薪降至1元、其余承诺的高管也降薪50%，并将一直持续到公司净利润恢复至不低于2.66亿元的水平为止。二是提升透明度及风险控制方面，公司完成了海洋牧场可持续发展规划的编制，海洋牧场研究中心也于2015年的3月正式挂牌。三是信息公开、透明，重新赢得投资者的信任。开放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了春季底播虾夷扇贝存量抽测活动，多名投资者及海洋专家见证并参与了抽测的过程。

从股价表现看，尽管市场对其存货存在质疑，短期内股价急速下跌了约30%，但事件发生后，獐子岛管理层的努力得到了市场的认可，半年后股价即恢复到停牌前水平（见图2-13）。



图2-13 獐子岛2014年8月～2015年7月股价日线图

2.3.5 商业模式——研究企业估值的乘数

企业的商业模式决定了估值模式的差异。传统企业的估值多看PB，PE法，而新兴的互联网企业估值体系完全不同于传统估值，有的以用户数、点击数和市场份额作为主要的考量因素，换算成PB，PE倍数，会明显高于传统行业。

【案例2-13】 蚂蚁金服令人咋舌的高估值

2014年10月16日，蚂蚁金融服务集团正式成立，旗下的业务包括支付宝、支付宝钱包、余额宝、招财宝、蚂蚁小贷和网商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行等。2015 年 7 月蚂蚁金服宣布已经完成首轮融资，包括全国社保基金等八家机构成为蚂蚁金服股东。“国字头”背景的社保基金（全国社保基金第一次以直接投资的方式投资一家民营企业）入股 5%，国开金融和人寿、人保、太保、新华人寿各投资 9 亿元，每家大约持有股份 0.5%。按照融资额和占股比例倒算，蚂蚁金服的估值超过 450 亿美元。一个成立不到一年的公司获得如此高的估值，让人不禁惊叹。

蚂蚁金服基于互联网的思想和技术，致力于打造一个全新开放的金融生态。目前年度活跃用户已经超过 4 亿，其旗下的几大业务各有擅长，支付宝老大地位难以动摇，超过 13 万的线下店铺和超过 90 万出租车和专车可用支付宝付款；余额宝、招财宝、蚂蚁小贷等合力构建理财平台，形成完整的产品矩阵和良好产品口碑，满足用户不同层次的理财需求；网商银行平台，中国第一家将核心系统架构在金融云上的银行，服务于小微企业和个人创业者；芝麻信用运用大数据及云计算技术，构造个人信用服务体系。

2.3.6 主要客户——研究公司收入增减的异常

客户是企业销售产品和提供劳务的对象，很多企业的销售符合二八原则，20% 的大客户影响 80% 的销售业绩，大客户的变动是最值得我们关注的。如果一家公司新增大客户——苹果公司，而另一家公司原有的长期客户苹果公司取消了合作，两种情况会给投资人带来不同的预判，前者预示着增长，后者可能预示着下滑。

【案例 2-14】“苹果”光环下的大族激光

苹果产业链个股、蓝宝石概念曾经是围绕在大族激光头上最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为耀眼的光环。2004 年上市时，大族激光主要从事激光加工设备的研发、制造及销售，长期与苹果有合作，设备直接卖给苹果公司，但销售额较小。在 2012 年中报上，反映出公司的前五名大客户全是苹果公司，这个积极的信号受到投资人的关注，预示着公司的业绩可能随着大客户发展而有可能获得相应的增长。随着后来苹果的再度崛起，iPhone6、iPhone6 plus、iWatch 等产品在工序上或多或少都使用到了大族激光的激光设备，包括激光打标机、激光焊接机、激光切割机等。大客户苹果概念推动了大族激光的股价不断上扬（见图 2-14）。

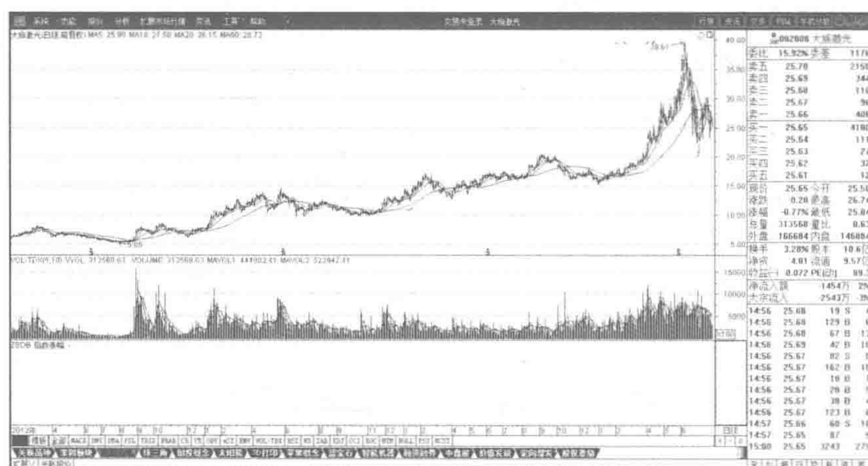


图 2-14　大族激光 2012 年 3 月～2015 年 7 月股价日线图

【案例 2-15】 亚玛顿的大客户无锡尚德之殇

2012 年 11 月 6 日，亚玛顿在公司与无锡尚德买卖合同纠纷诉讼公告中披露，尚德拖欠亚玛顿价款数额为 5 924.34 万元，这个数据占亚玛顿 2012 年营业总收入 60 888.6 万元的 10%，基本上等同于当年的净利润 7 334 万元；公司对无锡尚德应收账款按 50% 的比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例计提特别坏账 2 850.9 万元。

由于当时光伏行业不景气和大客户无锡尚德的经营问题，2011 年，亚玛顿营业收入下降 3%，2012 年营业收入增长 5%，净利润则分别下降 2% 和 66%。股价持续下跌，2011 年 11 月上市，迅速跌破发行价 38 元，当年年底收盘价 26 元；2012 年继续下跌，跌幅 23%（见图 2-15）。



图 2-15 亚玛顿 2011 ～ 2012 年股价日线图

对收入、利润、辅助性财务和管理指标的分析，无一不是为最终的目的服务，即为未来企业经营趋势的走向（收入和利润的变化趋势）服务的，最终都将归结于对利润的正影响和负影响，进而提升投资者对企业经营趋势判断的准确性和经营业绩判断的精确性，服务于投资者的投资。

判断收入和利润的趋势，单看年报可能存在趋势变化时效性的滞后问题，因此在细节上，我们更应关注季报反映的趋势变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当投资者用季报数据推断全年数据时，不能简单用一个季度数乘以 4 得出全年数据。因为企业经营有淡旺季之分，另外一些企业年底集中计入非经常性损益、计提减值损失，第四季度业绩占全年的比重非常大。这里提供一个简单方法，看历史年度当季占全年的比重，再综合其他信息来推断全年业绩。

2.4 新经济模式下的股价影响因素

2.4.1 乐视网受质疑的成长

作为首家在 A 股上市的视频网站，乐视网的成长一直被人所关注。其公司网站宣称：打造垂直整合的“平台 + 内容 + 终端 + 应用”的生态模式，涵盖了互联网视频、影视制作与发行、智能终端、大屏应用市场、电子商务、生态农业等，日均用户超过 5 000 万，月均超过 3.5 亿。近十年来，乐视网创造了多项全球或中国第一：中国用户规模第一的专业长视频网站；全球首家推出自有品牌电视的互联网公司；中国首家拥有大型影视公司的互联网公司；中国第一家提出内容自制战略的公司。乐视网正成为中国最具活力和影响力的科技与文化融合的创新型企业。

一方面是企业盈利（见表 2-7）和股价（见图 2-16）的节节攀升。乐视网的收入和利润快速增长，股价不断创出新高，成为一支资本市场的明星股。

表 2-7 乐视网的成长的收入和利润指标 (%)

成长能力指标	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
营业收入同比增长	189	102	95	151	63	98	99
归属净利润同比增长	43	31	48	87	58	47	106

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 2-16 乐视网上市至 2015 年 7 月股价日线图

另一方面是长久存在的质疑。笔者选取近期发生较为典型的质疑。2015 年 6 月，刘姝威发布乐视网报告，质疑其盈利能力下降，烧钱模式难持续，主要集中在以下方面。

（1）乐视网的董事会成员结构分析。

刘姝威认为一家上市公司的持续经营能力和盈利能力首先取决于公司的决策层（董事会）和高管层。通过分析乐视网的董事会成员结构和高管人员结构，她认为乐视网的优势是在传媒领域，尤其是网络视频。同时对比分析华为公司的董事会成员结构，认为华为公司的董事会是由信息与通信技术专家组成的，所以华为公司能够成为信息与通信领域的国际强者。

（2）乐视网的盈利在下降，而且盈利能力下降已经持续到 2015 年。

根据乐视网 2014 年度报告，2014 年乐视网实现营业收入约 68 亿元，比 2013 年增长近 2 倍；2014 年乐视网的营业利润约 4 787 万元，2013 年营业利润为 2.37 亿元，营业利润同比下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80%；2014 年营业利润率是 0.7%，2013 年营业利润率是 10.02%。

据乐视网 2014 年度报告披露，乐视网持股 58.55% 的子公司——乐视致新电子科技（天津）有限公司 2014 年实现营业收入 41 亿元，营业亏损 5 亿元。据乐视网 2013 年度报告，2013 年乐视致新实现营业收入 7.2 亿元，营业亏损 6 816 万元。乐视网 2014 年度报告解释乐视致新亏损较大的原因是“乐视 TV 超级电视销量大规模增长所致”。2014 年乐视网销售乐视 TV150 万台，70% 主营业务成本是终端成本。中国企业研究中心主任刘姝威认为销售乐视 TV 是乐视网盈利能力下降的重要原因之一。

（3）乐视网的经营状况出现了问题，能够通过销售乐视 TV，增加用户规模吗？

刘姝威分析了“乐视网业务生态图”，乐视网的终端业务板块包括超级电视、乐视盒子和 LETV UI。她质疑乐视网能够通过销售乐视 TV 扩大用户规模吗？这种策略能够持续下去吗？受摩尔定律的影响，电子行业的技术更新周期只有 18 个月。如果乐视网想要通过销售乐视 TV，扩大用户规模，那么，乐视 TV 能够跟得上电子行业的技术更新速度吗？如果乐视网继续实施“通过销售乐视 TV，扩大用户规模”的策略，那么这种“烧钱”模式能够持续多久？乐视网的投资者们愿意为乐视网“烧钱”继续提供资金吗？在国内外，被“烧钱”模式烧死的公司已经不少了。

（4）乐视网购买影视作品版权后，能够从影视作品的使用中收回成本和创造利润吗？与其将资金用于硬件，不如投入内容更赚钱。

她提出假设乐视网把 40 亿元的终端成本用于内容产品的创造上，乐视网创造不出来像《爸爸去哪儿》和《奔跑吧，兄弟》那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样低成本高利润的内容产品吗？2014 年乐视网支付《甄嬛传》《大时代》《宫》《非诚勿扰》等 93 部影视作品版权费共计约 1.88 亿元，平均每部产品支付版权费约 202 万元。乐视网购买这些影视作品版权后，能够从影视作品的使用中收回成本和创造利润吗？

（5）当一个证券市场充斥了“故事”和“概念”的想象空间，根本不提投资者的收益回报……这个证券市场还能运转下去吗？

乐视回应：通过“乐视投资者关系”官方微博转发刘姝威报告并称：“谢谢刘教授。希望您有机会来公司考察指导，了解一个与众不同的真实乐视和独一无二的乐视生态；同时期望就互联网 + 时代新经济模式对于一个公司未来价值判断的差异等课题，能深入交流。”

对比，笔者认为互联网公司的核心问题不是传统企业的盈利问题，而是新生经济体的生死问题，赢者通吃的规律明显，如果没有客户，没有市场，就没有乐视网存在的价值。互联网行业的生存发展逻辑和传统行业是不一样的，大多数情况下必须“烧钱”才能占领市场，赢得后续资金的补充，进而生存下去，熬到上市或者产业盈利的出现，滴滴、快的的血拼，京东的长期亏损印证了烧钱的必要性。乐视网是国内几家视频网站中唯一盈利的（刘姝威也未提出财务数据作假的问题），能做到这点，已难能可贵。乐视的高明之处在于抢占市场的决心和勇气。玩的是跷跷板游戏，一边是即使终端亏本也要扩大销售量，另一边希望用户基数的快速增加，带动其他业务的增量；一边是短期亏损的承担，另一边是长远市场和利润的期望，而且亏损单元计在拥有 58.55% 的子公司——乐视致新的头上，让别的投资人共同分担，这应该说是比较高明的管理方法和会计艺术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乐视网的高增长，从财务角度来看，并不是无懈可击的，经营也非高枕无忧。未来的风险之处来自于两方面：

（1）影视版权摊销计提不足的可能性。乐视网将影视版权计入无形资产，使用寿命有限的无形资产，按授权期限或10年进行摊销；对于使用寿命不确定的无形资产，年末复核和进行减值测试。

根据2014年年报披露测算，乐视网2014年年初无形资产中影视版权31.76亿元，年末影视版权余额43.65亿元，按照平均无形资产/年度摊销得出其影视版权的平均摊销年限约3.8年，似乎在其规定的年限内。

但普通投资者都清楚，互联网时代产品的更迭速度很快，一般的影视剧的流量和价值贡献很可能在最初开播时最大，而后流量变得很低（除非是优秀的经典剧目），是一个非线性分布。

其实会计也是门艺术语言，以笔者的观点，更合理的摊销方法，可以按照每个会计年度版权流量（或分销收入）占授权期内预测总流量（或总分销收入）的比例，摊销无形资产，类似高速路折旧按车流量法测算折旧的方法。笔者无法找到关于影视剧流量（分销收入）的按年度统计数据，大胆预测，如果按流量统计，很可能目前2014年版权摊销年限比目前的平均年限3.8年减少一半，相应增加年度无形资产摊销费用约10亿元，如此调整后的乐视网利润将比现在的数据大幅下降；即使无形资产摊销在目前数据上只增加10%约1亿元，调整后的2014年利润将和2013年基本一致，高成长的光环将荡然无存。图2-17表明了乐视网不同摊销法下对利润的影响。

（2）商誉炸弹的响不响。收购东阳市花儿影视文化有限公司增加商誉7.48亿元，如前文所述商誉的风险，如果一旦花儿影视未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达预期目标，可能在某一年度突然计提大额商誉减值，造成利润的突然下降。

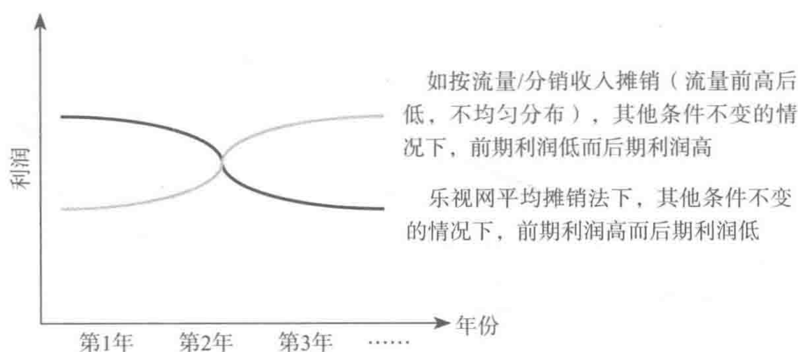


图 2-17 不同摊销法下对利润的影响

2.4.2 Facebook 的估值变化

我们通过 Facebook 的成长历史看互联网公司的估值。㊀

- 2004 年 2 月，马克·扎克伯格（Mark Elliot Zuckerberg）在哈佛大学宿舍里创建了 the facebook.com。
- 2004 年 9 月，Facebook 从彼得·泰尔（Peter Thiel）处获得 50 万美元投资，为 Facebook 估值 500 万美元。用户数量达到 100 万。
- 2005 年 5 月，从 Accel Partners 获得 1 270 万美元投资，为 Facebook 估值 1 亿美元。用户数量达到 550 万。
- 2006 年 4 月，从 Greylock Partners 和 Meritech Capital Parters 等获得 2 750 万美元投资，为 Facebook 估值 5.5 亿美元。2006 年拒绝雅虎 10 亿美元的投资，为 Facebook 估值 20 亿

㊀ 整理自 Facebook 市值 6 年增长近 10 000 倍. http://tech.qq.com/a/20110112/000148.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。活跃用户数量超过 1 200 万。

- 2007 年 10 月，微软投资 Facebook 2.4 亿美元，为 Facebook 估值 150 亿美元。2007 年 11 月，李嘉诚注资 Facebook 6 000 万美元，Facebook 当时估值为 150 亿美元。
- 2008 年，德国桑威尔兄弟 (Samwer brothers) 投资 Facebook 1.5 亿美元，李嘉诚再次注资 1.2 亿美元，TriplePoint Capital 投资 1 亿美元，Facebook 当时估值为 150 亿美元。活跃用户数量突破 1 亿。
- 2009 年 5 月，DST 投资 2 亿美元，为 Facebook 估值 100 亿美元；11 月，Elevation Partners 投资 9 000 万美元，为 Facebook 估值 90 亿美元。2009 年 9 月，活跃用户数量突破 3 亿。
- 2010 年 6 月，Elevation Partners 投资 1.2 亿美元，为 Facebook 估值 240 亿美元。2010 年 11 月，Accel 抛售约 17% 股票，套现 5.16 亿美元，为 Facebook 估值 350 亿美元。2010 年 12 月，基于 ShresPost 交易，Facebook 估值为 560 亿美元。2010 年 8 月，活跃用户数量突破 5 亿。
- 2011 年 1 月，高盛和 DST 投资 5 亿美元，为 Facebook 估值 500 亿美元。
- 2012 年 5 月上市 IPO 发行价为 38 美元，发售 4.2 亿股，融资规模达 160 亿美元。按此发行价计算，Facebook 的估值为 1 040 亿美元，创下美国公司最高上市估值。活跃用户数量突破 9 亿。
- 2014 年营业收入 124 亿美元，利润 29 亿美元，年末市值 2 182 亿美元。
- 2015 年 7 月，Facebook 的市值超过 2 500 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014 年最轰动的并购事件就是 Facebook 用 190 亿（股票和现金）美元收购 WhatsApp。WhatsApp 是一个即时通信软件，没有任何广告服务，用户年费是唯一的营收来源（第一年免费，后续每年 0.99 美元）。员工只有 50 人，2014 年上半年 WhatsApp 营业收入仅约 1 500 万美元，亏损达 2.3 亿美元之巨。

Facebook 当时为什么愿意用超过上市融资的钱去买一个亏损巨大且只有 50 人的小公司？从财务角度看，Facebook CEO 马克 · 扎克伯格认为 WhatsApp 对于公司的业绩贡献并不大，至少要等到活跃用户数量突破 10 亿的时候才能有所改善，并购时 WhatsApp 的用户数达 4.5 亿人，2015 年 1 月 WhatsApp 月活跃用户突破 7 亿，成为全球用户数量最多的即时通信软件，按照用户成长速度测算，很快会达到 10 亿活跃用户。

对于新兴行业盈利不确定或者亏损的公司，不能简单用市盈率和市净率来比较，可以类似用市销率指标，用户数量来对其估值。如果用估值和用户数比较，我们会发现 Facebook 这笔买卖其实挺划算的。表 2-8 为 Facebook 估值比较表。

表 2-8 Facebook 估值比较表

年份	估值（100 万美元）	活跃用户数量（100 万）	估值 / 用户数
2004	5	1	5
2005	100	5.5	18
2006	2 000	12	167
2007 ～ 2008	15 000	100	150
2010	35 000	300	117
2012	104 000	900	116
2015	240 000	2 200	109
WhatsApp（2014 年收购时）	19 000	450	42
WhatsApp（2015 年 1 月）	?	700	
WhatsApp（未来）	?	1 000	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"互联网+"代表的新经济是我们所共同面对的一场革命性的改变，我们了解其商业模式和发展逻辑，要适应新兴公司的高市盈率、高市净率。初创期中的公司微利甚至大幅亏损，市盈率高得惊人，但在突破增长拐点后，利润乘数效应的增长，将大幅降低市盈率。这就是亚马逊等公司虽在盈亏线挣扎，却不妨碍高估值的原因所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Chapter 3 第3章

选股关键工具——收入和利润增长率的16种变化

人们往往忽视原因，更看重结果。利润的变化重要性高于其他指标。由于资本结构变化等因素影响，利润的变化与净资产收益率、每股收益等指标的变化并不完全一致。从通俗的角度看，利润的变化更直观、更易于理解，成为决策的最主要参考指标。

利润源于收入，收入的变化提前反映了企业的态势。对收入和利润变化趋势的结合分析，为我们提供了准确的决策参考依据。

收入增长率＝报告期收入增加额/上年同期收入总额 ×100%

净利润增长率＝报告期利润增加额/上年同期净利润 ×100%

在做比较之前，我们要关注影响净利润增长率变化的特殊因素。

（1）考虑非经常性损益的影响。某些情况下该数据金额很大，如出售股权或资产取得的大额投资收益，不能简单剔除。可以先用主营业务收入和成本费用变化推测归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，而后考虑大额非经常性损益，进而推断账面净利润的变化。

（2）一些公司历史年度净利润很小，增长基数低，过高的增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率意义减弱。特别是净利润高增长与高非经常性损益相关时，需要审慎判断。

2015 年一季度，A 股上市公司中净利润同比增幅最大的是湖北金环，增幅达 30 倍，但不能单纯以此数据判定其成长性。其营业收入减幅达 17%，其净利润的增长主要来自于 1.3 亿元的投资收益，而非主业盈利，剔除此项因素后，主业仍是亏损。同时由于去年利润基数低，导致增长率奇高。

（3）如果是增发配股募集到资金，相应未投资之前，偿还银行贷款减少财务费用而增加的利润，其净利润增长的成色就要打个折扣。如一家公司净资产 50 亿元，净利润 5 亿元，净资产收益率 10%；如再融资募资 10 亿元，净资产变为 60 亿元，如利润其他方面未发生变化，则 10 亿元减少财务费用 0.5 亿元（按年初全部置换原 10 亿元银行贷款，利率 5%），扣除所得税后增加净利润 0.375 亿元 [假设税率 25%，0.5 ×（1−25%）=0.375]，则净利润的增幅为 7.75%（0.375/5），而净资产收益率为（5+0.375）/（50+10）= 8.96%，比再融资前的净资产收益率 10% 反而是下降了。

按照收入和利润的不同变化，可以分为收入增长且利润增长、收入下降但利润增长、收入下降且利润下降、收入增长但利润下降等四个象限（见图 3-1）。

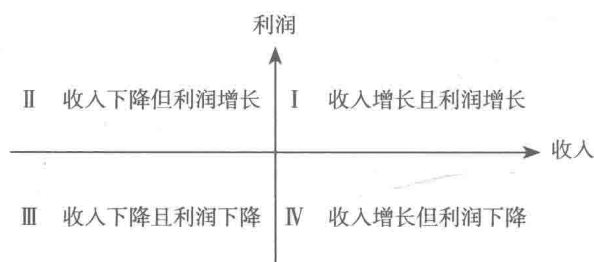


图 3-1 收入和利润变化的四象限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.1　第Ⅰ象限：收入增长且利润增长的公司

该类公司总体趋势向上。同时根据增长率与历史增长率相比的高低又分为四种变化。

Ⅰ-1，收入增长率高于历史的收入增长率，利润增长率高于历史的利润增长率。大步流星向前奔驰的白马股，是投资者眼中的宠儿。投资者在其趋势未变时可坚持持有，但某一因素发生变化时，就要分析其变化背后的原因，是否影响到企业经营的趋势。

Tips：

历史增长率可以选择历史三年平均数，或去年同期增长率，根据投资者的习惯。本文对两类数据都做比较参考。

Ⅰ-2，收入增长率高于历史的收入增长率，利润增长率低于历史的利润增长率。在成本费用或者投资收益等环节出现了暂时性问题，抵消了收入的增长，需要细致分析原因，看其原因是否持续发生作用。如某些公司持有按公允价值的金融资产，可能会随资本市场变化产生巨额投资损失，对当期利润产生重大影响，未来可能发生逆转。此类公司有可能向Ⅰ-1 转变，因为公司最主要的收入增长实质性增长，是本质的变化。

Ⅰ-3，收入增长率低于历史的收入增长率，利润增长率高于历史的利润增长率。可能存在三种原因，一是收入增长带来毛利润增加，固定成本未发生明显变化；二是利润的基数较小，相对增幅大；三是企业成本控制有效，带动利润增加。第三种原因更为积极正向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅰ-4，收入增长率低于历史的收入增长率，利润增长率低于历史的利润增长率。收入和利润虽然在增长，但增速放缓，对估值和股价不是件好事，可能会让投资者对公司前景产生怀疑，是需要投资者重点关注的。

永恒的持续高增长，一直属于Ⅰ-1象限的公司是非常少见的，大多数白马股能持续保持在第Ⅰ象限内波动就已经非常难得了。

【案例 3-1】 乐视网"第Ⅰ象限"的持续增长

如表3-1所示，乐视网2014年的收入超过前三年平均水平，但利润增速低于前三年水平；属于Ⅰ-2的象限，2014年股价表现并不抢眼，甚至还有一定幅度的下跌；进入2015年，一季报显示收入和利润虽然增长，但增速放缓，进而变为Ⅰ-4象限，股价现随创业板的火热和"互联网+"概念的催生大幅上涨，后随大盘调整产生了较大波动。

表 3-1 乐视网近年收入和利润变化表 (%)

成长能力指标	2015年一季度	2014年	2013年	2012年	2011年	2011～2013年平均增长率
营业收入增长率	108	189	102	95	151	116
净利润增长率	11	43	31	48	87	55

如果拉长时间轴，乐视网2010年8月12日上市，当时发行价29.20元，发行市盈率66.4倍，上市首日开盘价49.44元，对应市盈率高达112倍。由于市盈率偏高，2010～2012年一直处于波动期。但后期利润的高速增长不断降低市盈率，2013年开始逐步上行；2014年处于政策监管和贾跃亭个人不利传闻的影响中，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价在动荡下行中，但整体跌幅不大；进入 2015 年以后，创始人贾跃亭回归、超级电视、进军手机和超级汽车的刺激，加之收入和利润多年的持续增长，价值被投资者重新接受，股价加速攀升，到了 2015 年 5 月完成送转股后，股价达到了阶段性高点，可以说，乐视网是在 5 年内实现股价增长 30 倍以上的超级牛股。

【案例 3-2】 贵州茅台

如表 3-2 所示，2013 年、2014 年贵州茅台收入和利润增速是比较低的，逐级下降，整体属于 I-4 象限，也是股价相对低迷和上下波动的时期。2015 年一季度收入和利润明显恢复，逐步走出向 I-1 象限转变的趋势，股价也稳步提升。

表 3-2 贵州茅台近年收入和利润变化表 （%）

成长能力指标	2015 年一季度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2011 ～ 2013 年平均增长率
营业收入增长率	15	2	17	44	58	40
净利润增长率	18	1	14	52	73	46

【案例 3-3】 碧水源

前文提到的碧水源在 2014 年收入和利润增速下降影响了其市值表现。如表 3-3 所示，2010 ～ 2013 年间，其收入的年复合增长率达到 85%，净利润的年复合增长率达到 68%，市值增长率 26%。但 2014 年营业收入比 2013 年增幅 10%；净利润增幅 15%，较前三年增速有所下降，2014 年属于 I-4 象限，股价仅增长了 2%；2015 年一季度尽管利润增幅水平基本和 2014 年持平，但收入有了明显增长，向 I-2 象限转变。其 2012 ～ 2015 年 7 月的股价如图 3-2 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-3 碧水源近年收入和利润变化表 (%)

成长能力指标	2015 年一季度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2011 ～ 2013 年平均增长率
营业收入增长率	45	10	77	73	105	85
净利润增长率	14	15	45	63	95	68

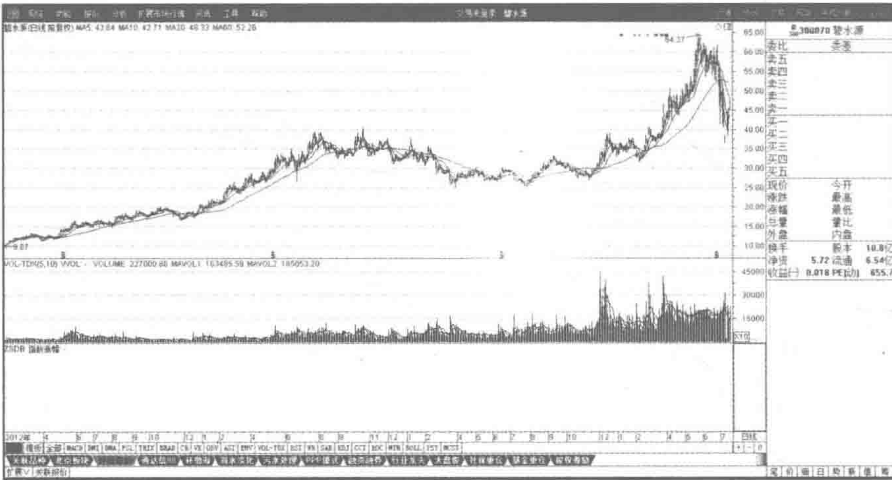


图 3-2 碧水源 2012 ～ 2015 年 7 月股价日线图

3.2 第Ⅱ象限：收入下降但利润上升的公司

此类公司主业还处在衰退期，营业未获得增长，但账面盈利开始好转。需要分析其实质性盈利提升的原因，很多公司依靠资产转让、争取政府补贴等形式增加投资收益或营业外收入，来确保利润的增长。

同时根据增长率与历史增长率相比的高低又分为四种变化。

Ⅱ-1，收入下降率高于历史的收入变化率（历史收入变化率可能是增长的，或下降的），利润增长率高于历史的利润变化率。需分析是经营控制带来的盈利提升，还是非经常性损益。

Ⅱ-2，收入下降率高于历史的收入变化率，利润增长率低于历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史的利润变化率。企业经营逐步恶化。

Ⅱ-3，收入下降率低于历史的收入变化率，利润增长率高于历史的利润变化率。经营收入似乎比前期下滑有所控制，业绩出现扭转迹象。

Ⅱ-4，收入下降率低于历史的收入变化率，利润增长率低于历史的利润变化率。企业经营业绩扭转中有波动的迹象。

对于此类公司，财务分析有分析的必要性，但对于投资来说，建议对此类公司就不列入投资标的了，因为其利润易发生波动。

3.3 第Ⅲ象限：收入下降且利润下降的公司

此类公司主业还处在衰退期。关注其实质转向带来的机会。又分为四种变化：

Ⅲ-1，收入下降率高于历史的收入变化率，利润下降率高于历史的利润变化率。企业处在加速下滑阶段。

Ⅲ-2，收入下降率高于历史的收入变化率，利润下降率低于历史的利润变化率。企业经营仍然恶化。

Ⅲ-3，收入下降率低于历史的收入变化率，利润下降率高于历史的利润变化率。经营收入似乎比前期下滑有所控制，但业绩仍未扭转。

Ⅲ-4，收入下降率低于历史的收入变化率，利润下降率低于历史的利润变化率。企业经营业绩有扭转的迹象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【案例 3-4】 泸州老窖

泸州老窖 2014 年收入和利润加速下滑（见表 3-4），属于典型的Ⅲ-1 象限；但在 2015 年第一季度，出现了经营扭转的迹象。如果未来几个季度持续出现此类信号，可以判定其收入和利润实质性的扭转，走入Ⅰ-1 象限，企业的经营实现 V 型反转，股价可能长期走好（见图 3-3）。

表 3-4 泸州老窖近年收入和利润变化表 （%）

成长能力指标	2015 年一季度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2011 ～ 2013 年平均增长率
营业收入增长率	22	−49	−10	37	57	28
净利润增长率	10	−74	−22	51	32	20

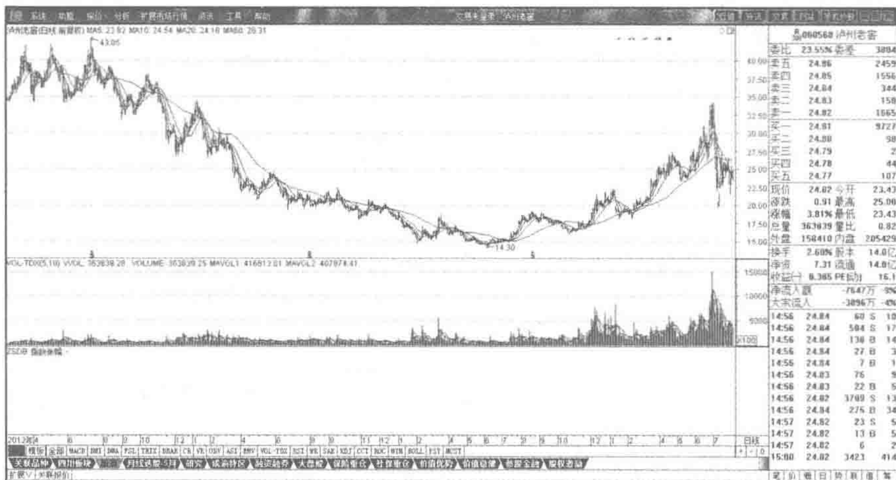


图 3-3 泸州老窖 2012 ～ 2015 年 7 月股价日线图

3.4 第Ⅳ象限：收入增长但利润下降的公司

此类公司主业还在成长，但已经出现了一些问题，盈利难以提升。同时根据增长率与历史增长率相比的高低又分为四种变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅳ-1，收入增长率高于历史的收入增长率，利润下降率高于历史的利润下降率。产生这种现象是很奇怪的，发生概率低，可能是企业过分依靠牺牲价格来获取营业收入的上升，或者企业管理上存在严重的问题。

Ⅳ-2，收入增长率高于历史的收入增长率，利润下降率低于历史的利润下降率。企业经营业绩有扭转的迹象。

Ⅳ-3，收入增长率低于历史的收入增长率，利润下降率高于历史的利润下降率。经营业绩变坏。

Ⅳ-4，收入增长率低于历史的收入增长率，利润下降率低于历史的利润下降率。企业经营业绩有扭转的迹象，但劣于Ⅳ-2 的情形。

【案例 3-5】 南方航空

2014 年，南方航空共实现营业收入 1 083 亿元，同比增长 10%，实现归属于母公司股东的净利润 18 亿元，同比下降 6%。属于第Ⅳ象限Ⅳ-2 的公司。

如果看以前年度情况，2013 年比 2012 年收入下降 3%，归属母公司净利润下降 28%，属于第Ⅳ象限Ⅳ-4 的公司。

航空业业绩主要受油价、汇率波动影响。南方航空 2014 年度净利润同比有所下降的主要原因在于汇兑损益的大幅降低，由于人民币与美元在 2014 年度出现兑汇贬值，导致公司汇兑净收益由 2013 年度的 27 亿元降至 2014 年度的 −3 亿元，同比降低 30 亿元。南方航空 2014 年营业利润 4 亿元，2013 年 14 亿元，如果考虑剔除汇兑损益因素，实际营业利润大幅增长。经营业务扭转的迹象更为明显，逐渐向Ⅰ-1 企业转变。表 3-5 为南方航空近年收入和利润变化表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-5 南方航空近年收入和利润变化表 (%)

成长能力指标	2015 年一季度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2011 ~ 2013 年平均增长率
营业收入增长率	7	10	−3	9	19	8
净利润增长率	722	−6	−28	−48	−12	−29

到了 2015 年一季报，迹象更为明显。营业收入同比增长 7%，利润增长 722%，股价一路攀高（见图 3-4）。

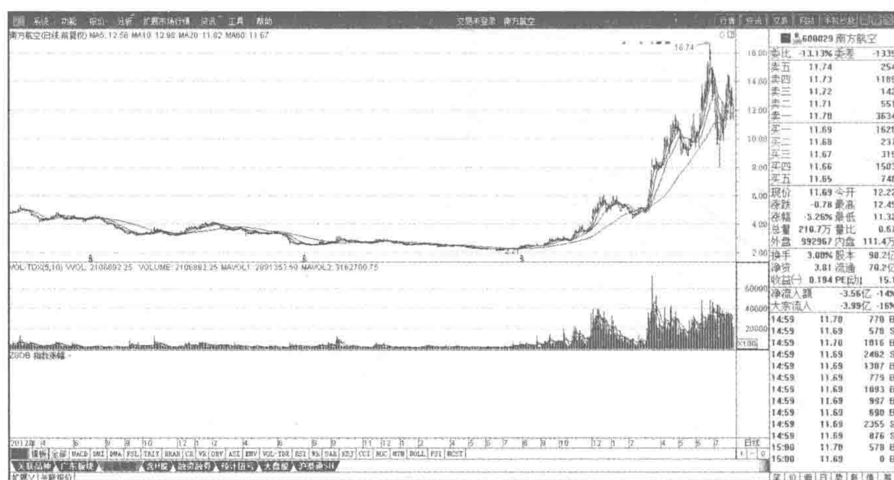


图 3-4 南方航空 2012 ~ 2015 年 7 月股价月线图

【案例 3-6】 乐普医疗

乐普医疗在 2012 年处于收入和利润的低谷，属于Ⅳ-3 象限的公司，股价也处于历史低点；2013 年经营开始好转，属于Ⅳ-2 象限公司，进一步确认了经营扭转的信号；2014 年和 2015 年一季度，逐步向Ⅰ-1 象限转变（见表 3-6），股价从 2013 年开始不断上扬（见图 3-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-6 乐普医疗近年收入和利润变化表 （%）

成长能力指标	2015 年一季度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2011 ～ 2013 年平均增长率
营业收入增长率	73	28	28	10	19	19
净利润增长率	37	17	−10	−15	15	−4

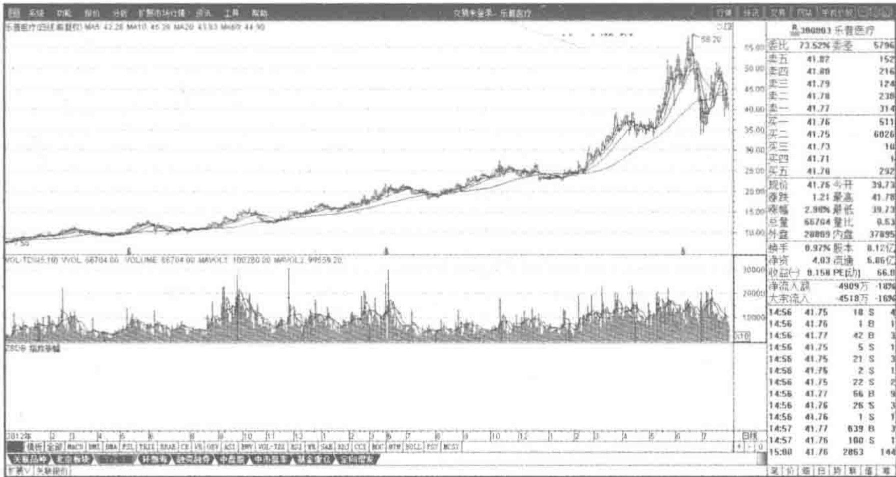


图 3-5 乐普医疗 2012 ～ 2015 年 7 月股价日线图

【案例 3-7】 亚玛顿的短期变化

如表 3-7 所示，2012 年由于当时光伏产业不景气和大客户无锡尚德的经营问题，亚玛顿营业收入增长 5%，净利润则下降 66%。属于Ⅳ-1 象限的公司，暂不适合投资。

2013 年亚玛顿的营业收入增长率达到 15%，利润下降率跌幅缩窄为 16%，变化为Ⅳ-2 象限的公司，出现阶段性的投资机会。股价在 2013 年 7 月出现阶段性低点，随后股价稳步上扬，2014 年处于Ⅳ-1 象限；2015 年第一季度暂时处于Ⅰ-3 象限。收入和利润增长的不稳定也影响了股价（见图 3-6）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-7 亚玛顿近年收入和利润变化表 （%）

成长能力指标	2015 年一季度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2011 ～ 2013 年平均增长率
营业收入增长率	6	23	15	5	−3	6
净利润增长率	23	−39	−16	−66	−2	−28

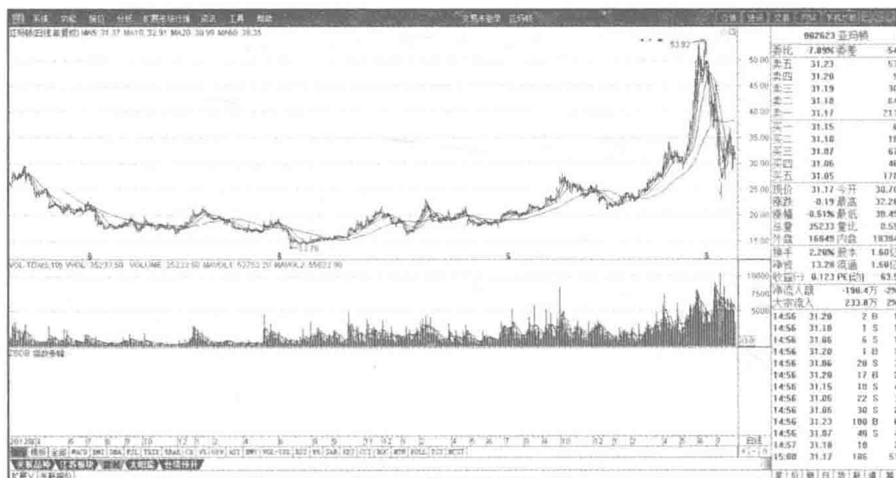


图 3-6 亚玛顿 2012 ～ 2015 年 7 月股价日线图

【案例 3-8】 2015 年上半年的创业板

据 Wind 数据统计，2014 年创业板 421 家公司合计实现营业收入 3 431.46 亿元，较上年同期增长 27.03%；合计实现净利润 393.53 亿元，较上年同期增长 22.71%。营业收入和净利润增速均创近三年新高。另外，2014 年创业板上市公司净利润增长率近三年来首次接近营业收入增长率，实现了净利和营业收入的同步增长。[①]

2015 年一季度，创业板净利增速为 8.38%，较 2014 年四季度的 34.45% 大幅下滑，同比 2014 年一季度的 17.99% 下滑明显。从影响因素来看，营业收入下滑、毛利率回落、费用率攀升都拖累了创业板的净利增速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也为创业板后来的下跌埋下了伏笔。2015 年 6 ～ 7 月创业板暴跌，个股跌幅惊人。

① 新三板“高烧”波及创业板公司并购模式 . http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201506/t20150603_4726504.html。

我们研究利润增长和区分不同象限的最终目的，是大概率确定利润变化的趋势和高精度预测成长空间，进而推断出在未来股价不变情况下的市盈率，或者未来市盈率不变的情况下的模拟股价，判断出投资的合适机会。

Tips：

如果一个公司目前股价 10 元，每股收益 0.5 元，市盈率是 20 倍。根据财务数据分析和基本面等综合分析，预判这个公司能保持 30% 的利润增长，则一年后的每股收益为 0.65 元，两年后的每股收益为 0.845 元。如股价保持不变，则市盈率变为 12（这种情况极少出现）；如两年后的市盈率未发生变化，股价将变为 16.9 元。

【案例 3-9】 冷门股三川股份的 10 倍增长

先说下三川股份的股价表现（按前复权计算），三川股份作为一家生产水表的仪器制造企业，于 2010 年 3 月在创业板上市，股价一路下跌，直到 2012 年 10 月跌倒最低点，而后开始缓慢上升，2015 年 6 月 12 日上触最高点 26.35 元，恰好是最低点的 9.8 倍。可以说从 2013 年开始，用不到三年的时间完成了 10 倍牛股的转换。我们试着用上述象限分析法进行初步的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）收入和利润增长率的变化（见表3-8）。

表3-8 三川股份近年收入和利润变化表 （%）

成长能力指标	2015年一季度	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
营业收入增长率	15	3	10	32	22	22	13	9
净利润增长率	36	24	29	25	−5	8	76	8

从表中可以看到，整体可以分为三个阶段，上市前2008～2009年的快速增长期，上市后2011年的利润下滑期，2012～2014年的稳定增长期。

如果说上市前的2008～2009年属于Ⅰ-1象限，上市后的2011年业绩变脸，尽管收入增幅变化不大，但2010年利润增幅明显下降，甚至在2011年出现负增长，属于Ⅳ-1象限的公司，从投资角度应该暂时规避。2012～2014年利润开始稳步上升，但收入增幅趋缓，属于Ⅰ-3象限的公司，逐渐呈现出投资价值。2015年一季度，收入同比增长15%，利润同比增长36%，初步跨入Ⅰ-1象限的公司。

2014年收入增速下降的原因是转让了子公司三川积成的股权后收入不再并表。即使收入增幅不大的情况下，也保持了利润的稳健增长，说明企业在成本管理、投资股权管理等方面的努力和底蕴。

（2）未来成长看点。

1）产品的转型。作为国产水表龙头企业，渠道优势较为明显，市场占有率第一（约15%），与全国4 000多家县级供水公司中的1 400多家有业务合作。受到推行阶梯水价的驱动，智能水表市场正逐步上增，2016年、2017年有望达到高峰；3亿台水表的存量，每年更换量至少3 000万台，智能表目前占比不到10%，未来空间巨大。预计未来三年行业复合增速30%以上，而作为龙头企业的业绩内生增速肯定会更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2）业务的拓展。三川股份物联网水表自2015年元旦推向市场后，市场反响很好，客户需求上升。2015年6月，与龙江环保集团股份有限公司签署战略合作协议，双方将在供水行业的计量水表选型、更替、计量系统改造、物联网水表应用等方面开展战略合作。龙江环保将三川股份作为牡丹江和佳木斯等供水公司在线80万台水表智能化改造的主要合作方，选用三川股份的物联网水表或其他智能水表。

3）管理层努力。由于热量表和水表的技术相似，原拟收购热计量公司添瑞祥和添瑞祥德各60%股权，拟以标的公司2014年盈利预测净利润为基础，按大致10倍PE估值，后双方未达成一致意见取消收购，说明了管理层对于并购的谨慎和明确的战略目标。

4）智慧水务提升估值。通过收购国德科技51%股权、跟中移物联网合作，布局智慧水务。以鹰潭供水、余江水务为智慧水务试点，建设以智能水表为载体的集计量、数据采集与传输、信息分析与管理的水务信息化管理样板工程。未来如成功，可推广到全国各供水公司，形成巨大的新的增长点。

（3）股价评价。如图3-7所示，2015年6月最高价26.35元对应的动态市盈率是131倍（中信证券交易软件显示的动态市盈率），股价上涨过快，部分透支未来。加之整体市场估值的高估，市场出现系统性风险下跌，7月7日跌至9.31元，动态市盈率46倍。

券商统计的动态市盈率测算有失偏颇，券商系统中是根据一季度利润乘4推算全年利润和每股收益，而后用市价除以相应的每股收益得出动态市盈率，适合季度经营较为均衡的企业。而三川股份季度经营呈现出前低后高的趋势，2013年一季度和2014年一季度利润均占全年利润的11%，假设按15%测算，2015年每股收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

0.33 元，2015 年 7 月 7 日的股价 9.31 元对应的市盈率应为 28，较之前的高市盈率和高股价重新具有了投资价值差价和安全边际。

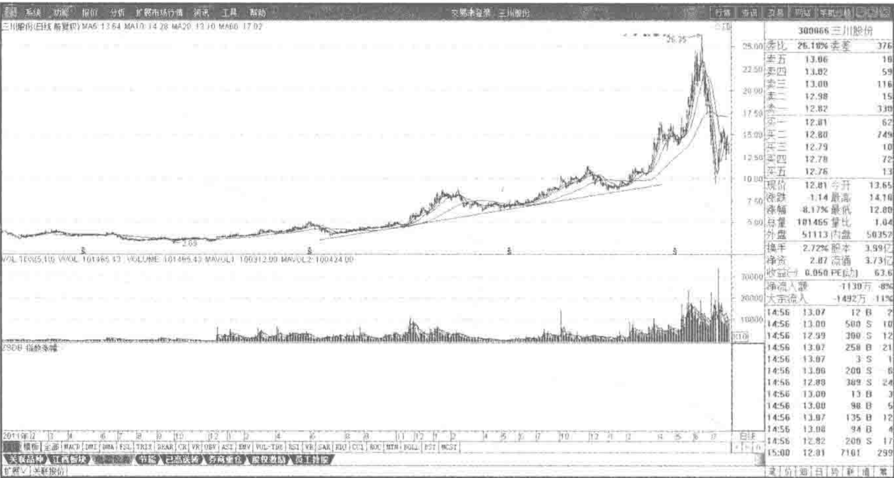


图 3-7 三川股份 2012 ～ 2015 年 7 月股价日线图

未来三川股份股价是否重拾升势，就个股而言，取决于以下因素：

（1）公司自身的增长潜力。未来如考虑智能水表行业发展、大客户合作、智慧水务等积极因素，这些为较明确的增长因素，加之行业为国家政策所支持，高概率保持利润的持续增长，相应降低市盈率，提高估值水平。

（2）证券市场的系统性波动风险。2015 年各种因素叠加造成资本市场巨幅波动，极端事件、极致指标都可能出现，市场底难以预测。如创业板个股的市盈率之前即使 100 倍也被市场接受，今天 30，甚至 20 或许也受质疑。

优秀公司的特征，持续的收入和利润的增长；持续的收入和利润增长率高于历史水平；持续的收入和利润增长率高于同行业水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Chapter 4 第4章

投资的道和术

4.1 选股

熊市有牛股，牛市有熊股，淡化国际政治形势、国家宏观经济状况、利率汇率走势的预测，因为就算这个猜准了，投资者投资的股票股价也不见得同步增长。对投资者投资公司的所处行业、基本面和财务指标的研究，判断公司的价值所在，是实现投资收益最有效的方法。

前文所说的关于收入和利润的变化，以及不同象限的股票特征，可以缩小投资的标的。

我们关注的是何种类型的公司能带来股价上涨收益。笔者结合收入和利润的象限分析，将股价上涨的股票分为三种形态：白马股、黑马股、烈马股，对应前文中所述的收入和利润四个象限的股票。所谓白马股，为人熟知，业绩优良，稳步增长，股价稳步抬升，如贵州茅台、格力电器、伊利股份、云南白药等。所谓黑马股，为企业经营面逐步改善，销售回升，利润呈 U 型转变，股价也逐步攀升。所谓烈马股，为重大并购、资产重组或借壳上市的股票，企业基本面发生了根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本改变，业务结构等实质性改变，股价爆发性强，短时间内迅速上涨，翻倍甚至十几倍。

（1）第Ⅰ象限中的白马股。收入和利润的持续稳定增长，确定高成长性的公司必然受到资本市场的追捧，是公认的白马股，其持续稳定增长的特性能够在熊市暴跌中为投资者起到很好的保护作用。

这里存在一种公司，初期业务处于混沌状态，市场对其商业模式和竞争优势充满质疑。但随着公司逐步进入稳定成长期，业绩呈现出“超预期”的特征，同时市场认可度不断提高，市盈率和市值不断提高，成长为领袖级公司。

（2）第Ⅱ象限中多是劣马股，规避。

（3）第Ⅲ象限和第Ⅳ象限中埋伏的黑马股。如Ⅲ-4象限，收入下降率低于历史的收入变化率，利润下降率低于历史的利润变化率，企业经营业绩有扭转的迹象；Ⅲ-1象限，跌无可跌的情况下的反转机会，极致困境中的反转；Ⅳ-2象限，收入增长率高于历史的收入增长率，利润下降率低于历史的利润下降率。企业经营业绩有扭转的迹象，这是转型期的公司，熬过寒冬，也有创造出黑马股的潜力。

还有一种公司，可以称为烈马股，一个公司在现有产品市场潜力达到尽头，遇到天花板时，开发出新产品并获得销售和利润的增长；或者是通过资本运作、资产注入，跳出原有业务框架和行业束缚，进入一个全新的行业和象限，这是凤凰涅槃型的公司，会带来巨大的想象力和股价爆发力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市找大盘绩优股、白马股，众多国家队守护，这是最后一道防线，退则整个国家防线受到威胁。熊市尽量减少股票数量。

牛市，黑马股、烈马股的天下，众多消息助力，加速度惊人。牛市优选多只股，提高抓取烈马股的概率。

Tips：

同一行业内的多个公司选择：按象限区分的公司，结合市盈率的对比，找出存在比较优势的股票，进而作为投资的标的，其安全边际和收益率将大大提高。最佳标的是相对低市盈率（比同业公司低），但又具有高度成长性的公司。

大公司或小公司选择：投资者需要注意增长的基数问题，小公司更容易实现高成长，就因为规模小，基数低，加速度更快一些，易出现黑马股。大公司市场排名靠前，收入和利润基数高，相对更难保持持续的高成长，但抵抗市场风险能力强，跑出白马股的概率高。两类公司风险系数不同，小公司风险更高，产品、市场、技术某一方面受到重大打击，极有可能导致企业业绩的巨大波动，甚至破产；大公司抗风险能力更为强大。选择大小公司不是关键，关键是可持续的增长能力。

4.1.1 白马股的选择——持续稳定增长的股票

白马股的主要特征是业绩优秀，高认知度。白马股为市场认可的最根本原因是行业兴盛，公司主业清晰，业绩优秀，股价稳定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提升，给投资者以稳定丰厚的回报。该类公司一般具有较高的毛利率、净资产收益率。

白马股的另一特征是简单干净，治理完善，流程规范，很少存在财务造假、信息失真的风险，投资风险低。

白马股保持股价稳定上涨的核心原因是其持续稳定的增长性，这也是白马股的魅力之所在。具体表现是营业收入增长率和净利润增长率等指标的持续稳定增长。

真正的白马股其实很少，如果按二八原则，整个市场只有20%，或者更少比例的白马股，需要投资者用心去挖掘，运用前文所述的四象限法可以相对提高选中白马股的概率。

大家所熟知的贵州茅台、格力电器、云南白药、伊利股份、乐视网等都曾经是白马股，但未来是否仍是白马股，或者有哪些黑马股经过休整、转型，蜕变为白马股，一切都存在变化。我们需要做的是观察（案例详见第 5 章的格力电器分析）。

投资者需要清醒地认识到保持持续利润高增长的难度非常大。以数据统计看，2013 年营业收入增长率和利润增长率排行前 20 名的上市公司中，很少排在 2014 年前 20 名之列，上市公司很难长时间地保持高速的增长态势。

白马股不是一帆风顺的，也会遇到障碍和短期阻力，但是代表了一种产业方向或先进生产力，方向是正确的。同时有能力克服遇到的各种困难，在相对长时间内持续增长，给股东带来稳定的价值创造，一般是持续保持在第 I 象限波动。

白马股最好是简单的企业和 I-1 象限实现持续高速增长的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【案例 4-1】 云南白药百年品牌的稳健成长

云南白药是中成药行业中骨伤科、止血等细分领域的龙头企业，是经过百年发展的老品牌，其白药产品具有独特疗效与不可复制性，无论是工艺流程还是配方均属于国家绝密，秘方是两个国家一类中药保护品种之一。公司业绩良好，每年净资产收益率超过20%，收入和利润持续增长。

同时云南白药不断进行着创新：

- 普药板块已进入良性增长的轨道，伴随市场规模的不断扩大以及品牌影响力的扩张，未来以血塞通胶囊、气血康口服液为代表的一系列新品将推动普药板块的健康增长。
- 中药资源事业部的主要业务包括药材种植、中药饮片、提取物、保健品及药材贸易等，目前重点培育的包括豹七三七、滇橄榄含片、高原维能口服液、千草美姿减肥旨安微丸、螺旋藻含片等产品，主要以电商和 O2O 等新型营销模式推广产品。
- 牙膏系列产品仍保持了较快增长，市场占有率持续提升。
- 重点培育养元青和清逸堂系列产品的进行投入，云南白药于 2014 年完成清逸堂技术改造，2015 年开启电商化之路，有望形成相关业务板块新的增长点。

从云南白药的财务表现来看（见表 4-1），整体经营趋势的向上近十年一直保持了收入和利润持续稳定增长，一直处于第 I 象限波动，保证了股价的持续增长。在各年度之间也呈现出一定的经营波动和股价波动（见图 4-1），如 2011 年收入和利润增幅低于上年水平，属于 I-4 象限，当年股价表现相对也不起眼；2014 年收入增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅高于上年水平，但利润增幅明显下降，属于Ⅰ-2象限，股价也波澜不惊。

表 4-1 云南白药 2005 ～ 2014 年收入和利润增长率表 （%）

成长能力指标	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
营业收入增长率	19	14	21	12	40	25	34	33	31	34
净利润增长率	8	47	31	31	53	30	41	21	18	34

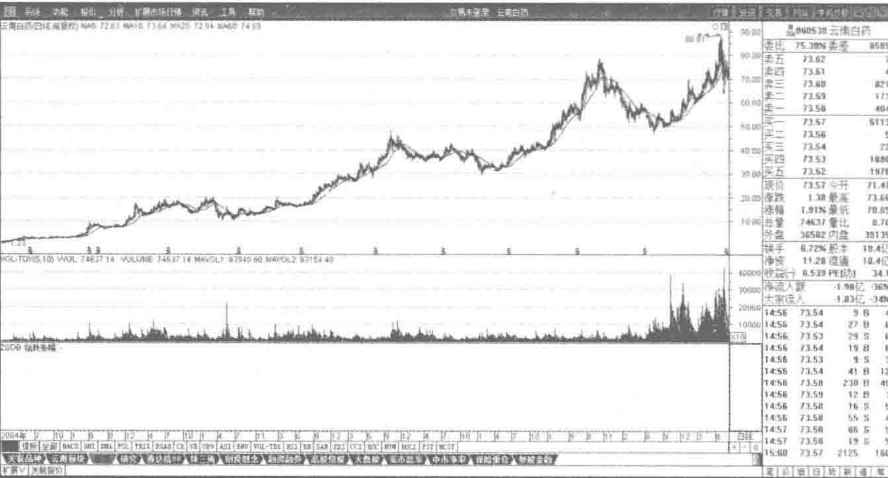


图 4-1 云南白药 2004 ～ 2015 年 7 月股价日线图

【案例 4-2】 科大讯飞的领先成长

科大讯飞 2006 ～ 2014 年的收入和利润增长率如表 4-2 所示。它是在 2008 年 5 月上市的，上市前的 2006 年和 2007 年，保持了高速的增长。2008 年和 2009 年的收入和利润相比上市前出现了较明显的下滑，属于Ⅰ-4象限的公司，股价处于调整期。2010 年以后开始加速成长，收入和利润连年保持了高速增长，重回Ⅰ-1象限，白马股迹象明显，股价快速拉升，2015 年 5 月达到阶段性高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，超过 2008 年最低点的 40 倍（见图 4-2）。

表 4-2　科大讯飞 2006 ～ 2014 年收入和利润增长率表　　（%）

成长能力指标	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
营业收入增长率	42	60	41	28	42	19	25	20	110
净利润增长率	36	53	38	31	26	15	31	52	252

高速增长的背后是其核心竞争力的综合体现：

- 核心技术优势，连续第三年获得全球 IP 通信联盟颁发的中国 IP 通信大奖“最佳语音识别提供商”称号，在大连国际软交会上获得“突出贡献企业奖”及“优秀产品奖”。
- 语音资源优势，公司具有竞争对手短期难以仿效和积累语音资源优势。
- 定向增发，2015 年计划发行不超过 6 840 万股，发行价不低于 31.46 元 / 股，募集 21.5 亿元，用于智慧课堂及在线教学云平台项目和“讯飞超脑”关键技术研究及云平台建设项目。

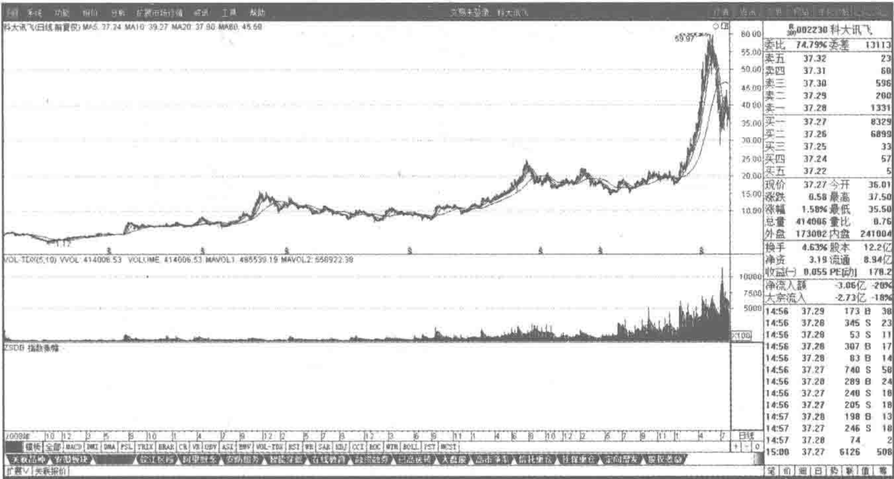


图 4-2　科大讯飞 2008 年上市至 2015 年 7 月股价日线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.1.2 黑马股的选择——业绩转向的股票

黑马股股票的特征是转向。业绩的转向带动估值的提升。

格雷厄姆“深度价值”理论，也被称为“捡烟头”理论，买入那些被冷落的股票，尤其在它们的价格低于其净现金值的时候。

从经营上看，上市公司以前年度经营下滑，客户流失，诉讼缠身，被监管部门谴责和调查。但从目前来看，经过整合提升，生产逐渐稳定，客户逐渐增加，企业自身能力正在逐渐恢复。从收入和利润的角度来看，虽然收入和利润持续下滑，但跌幅逐渐缩小（Ⅲ-4 象限）或跌无可跌（Ⅲ-1 象限），或逐渐实现营业收入的初步增长（Ⅳ-2 象限），开始出现扭转的时候。

1. 市场变化、经营努力带来的实质性经营转向

【案例 4-3】 酒鬼酒“跌至谷底”的变化

如表 4-3 所示，酒鬼酒 2014 年实现营业收入 3.88 亿元，同比下滑 43%；实现净利润 −9 747.53 万元，亏损进一步扩大，同比下滑 166%，已经连续两年亏损。属于Ⅲ-1 象限的公司，加速下滑中。

表 4-3 酒鬼酒近年收入和利润变化表 （%）

成长能力指标	2015 年一季度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2011～2013 年平均增长率
营业收入增长率	98	−43	−59	72	72	28
净利润增长率	1 071	−166	−107	157	143	64

从 2015 年起出现了几个经营转向的迹象：① 酒鬼酒 2015 年一季度实现营业收入 1.61 亿元，同比增长 98%；净利润 1 903.18 万元，同比增长 1 071%。② 产品定位转型：据公开资料显示，酒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鬼酒 2014 年在销售市场和产品布局等多方面战略布局有所调整。其中包括收缩全国市场，退守湖南做当地的老大。酒鬼酒推出 50 余款腰部价位新品，并全力打造馥郁香品牌，价位在 100 ～ 300 元之间，布局中低端产品市场。2015 年春季糖酒会开幕前夕，酒鬼酒首度公布其移动互联网极致单品“酒鬼封印”销售业绩——20 天过亿元。这是酒鬼酒在塑化剂风波沉寂之后的首次对外公开调整，也是酒鬼酒转型的标志。③ 股东变化——中粮集团入主。酒鬼酒第一大股东为中皇有限公司，持有公司 31% 的股份；中皇有限公司由 Everwin Pacific Limited（持有 50% 股权）和中国糖业酒类集团公司（通过其子公司持有 50% 股权）共同控制，中国糖业酒类集团公司是中国华孚贸易发展集团公司全资子公司。2014 年年底中国华孚贸易发展集团公司整体并入中粮集团有限公司，成为其全资子企业。

需要审慎观察其利润转向的持续性，是否是经营谷底的转向，如确定，股价可能持续向上（见图 4-3）。

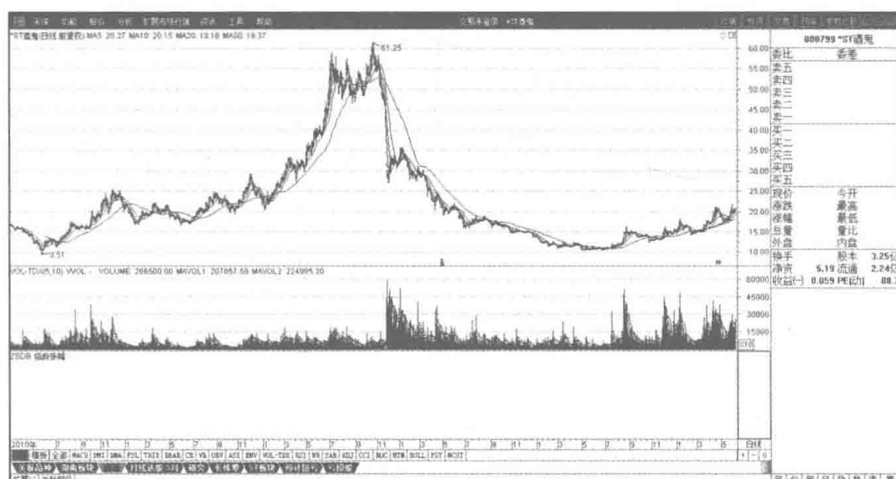


图 4-3　酒鬼酒 2010 ～ 2015 年 7 月股价日线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 充分计提减值准备后的利润转向机会

【案例 4-4】 大额计提资产减值损失的南钢股份

2008 年的南钢股份，收入同比增长 28%，但当年计提资产减值 4.34 亿元，盈利 1.22 亿元，相比 2007 年企业盈利 10.3 亿元下降了 88%，属于第Ⅳ象限，股价也大幅下跌。

换个角度看，2008 年因为充分计提减值准备，产生了收入增长但利润下降的现象，相应造成 2009 年阶段性的利润转向机会。2009 年尽管收入有了大的下滑，幅度达到 18%，但利润仍达到 5.81 亿元，股价也有较大幅度反弹（见图 4-4）。

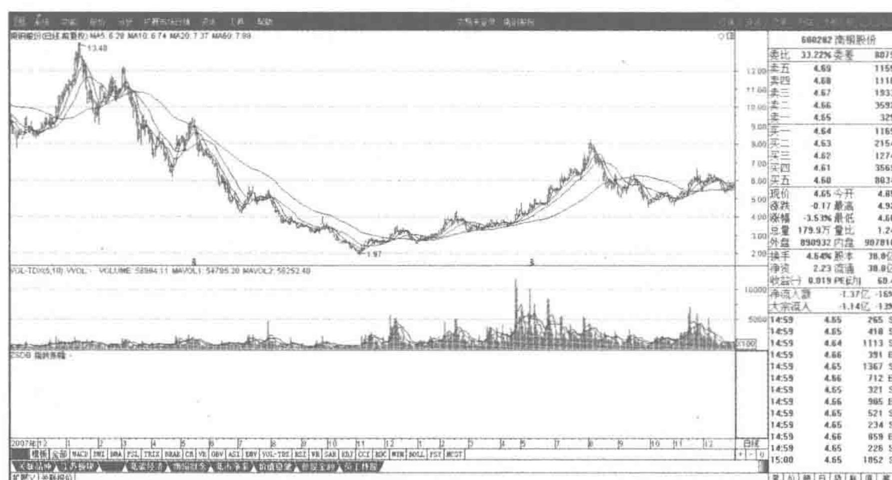


图 4-4 南钢股份 2007 年 11 月～2009 年 12 月股价日线图

2012 年和 2013 年南钢股份营业收入持续下降，加之继续计提资产减值损失，分别计提了 2.35 亿元和 5.1 亿元的减值损失，使 2012 年和 2013 年亏损达 5.7 亿元和 6.18 亿元，属于第Ⅲ象限，股价逐渐下跌。前两年度的亏损为 2014 年的扭亏为盈奠定了很好的基础，2014 年收入比 2013 年增长 4%，实现利润 2.92 亿元，股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也从 2013 年报公布的 2014 年 5 月达到最低点，而后股价配合利润的反弹而持续向上（见图 4-5）。

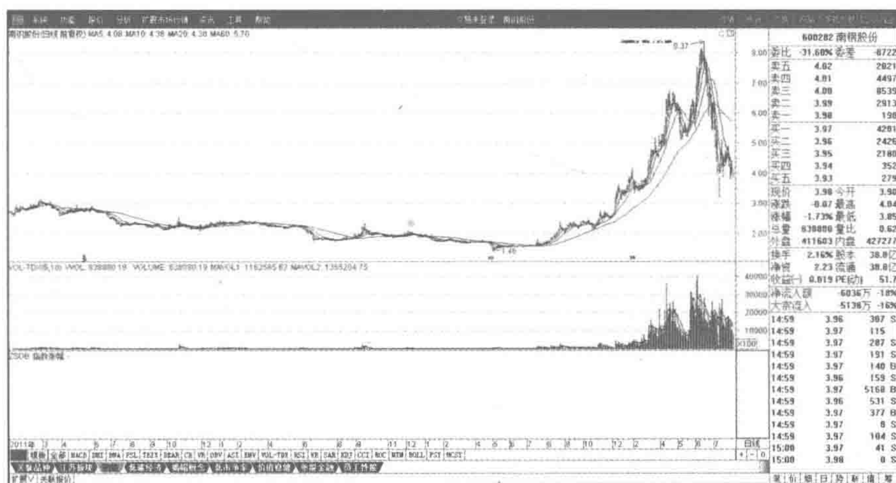


图 4-5 南钢股份 2012 ～ 2015 年 7 月股价日线图

【案例 4-5】 云南铜业利润的巨幅波动

2007 年中国有色金属工业保持了良好的发展态势，企业经济效益大幅攀升。随之引发的是板块指数涨幅最高达 390％，远远超过沪深 300 指数。云南铜业 2007 年实现利润 9.76 亿元。

2008 年国际大宗商品价格暴跌，许多有色企业根据会计准则要求计提存货跌价准备，大量企业亏损，云南铜业计提了 18 亿元的存货跌价准备，当年亏损 28 亿元。

2009 年出现阶段性利润反转机会，尽管营业收入大幅下降 37%，但由于实现利润 3.73 亿元，属于第 Ⅱ 象限，股价也出现暂时性反弹，其经营业绩的波动性进一步加大（见图 4-6）。

2010 ～ 2014 年云南铜业近三年营业收入出现了持续的增长，但业绩忽高忽低，最低时为 2013 年亏损 15 亿元，最高时在 2011

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年盈利6.22亿元，在第Ⅰ象限和第Ⅳ象限波动，股价也相对落后于大盘（见图4-7）。

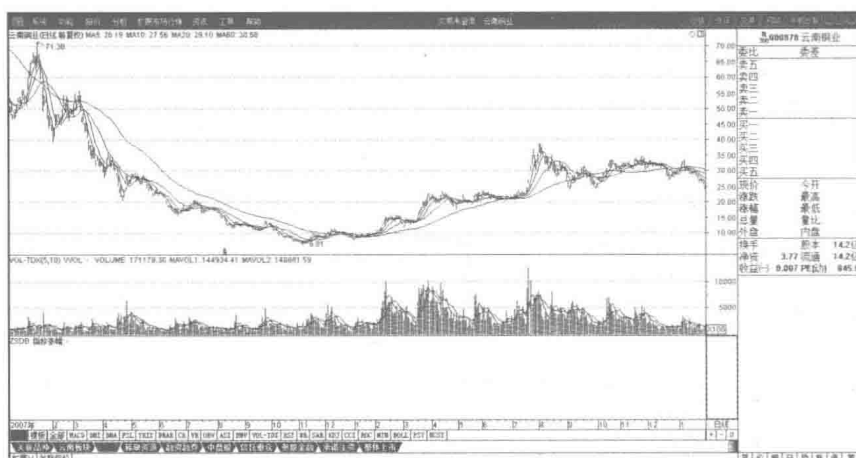


图4-6 云南铜业2008～2009年股价日线图

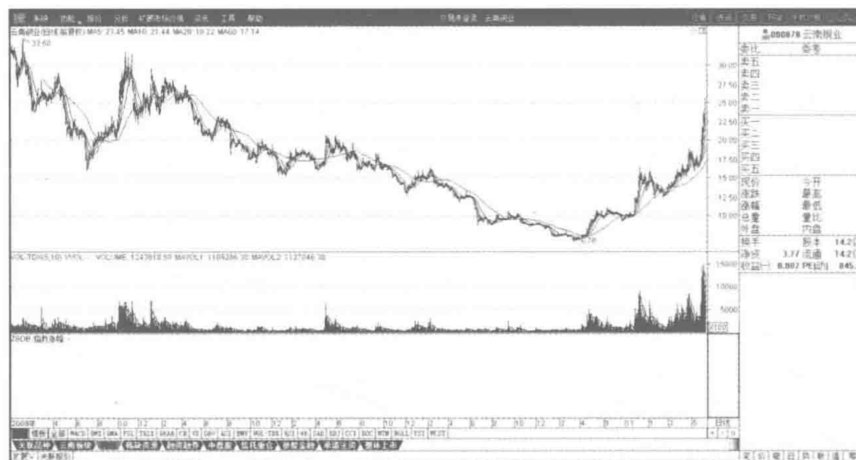


图4-7 云南铜业2010～2015年7月股价日线图

目前铜等基本金属基本面向下滑的趋势并未改变（见图4-8），其中2015年上半年基本金属LME铜价格同比下降了近20%，云南铜业2015年一季度营业收入增长2%，利润下降12%，转向还有待观察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

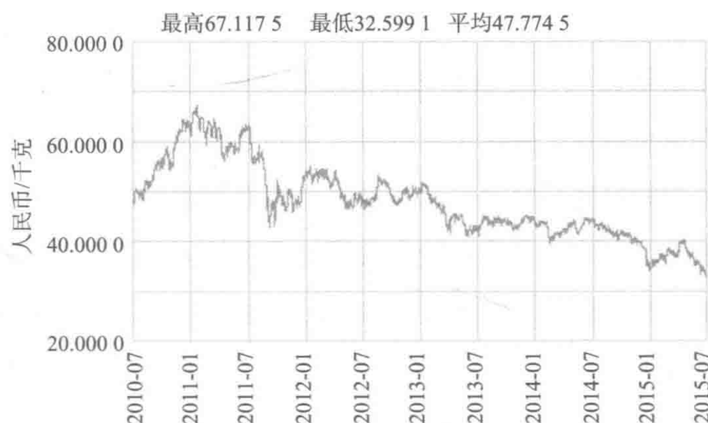


图 4-8 近五年铜价格走势图

资料来源：http://www.kitco.cn/cn/basemetals/charts/popup/cp_rmb1825.html.

黑马股不同于白马股一样引人注目，往往在投资者忽视之间慢慢跑出上升通道，一旦被人发现，股价已有了不小的涨幅。

黑马股有待确认，如果是前期计提减值过大，目前少提或不提减值，只是阶段性的机会；只有公司业务的实质性逐步改善，才是真正可以让投资者放心的黑马股。

4.1.3 烈马股的选择——资产重组的股票

烈马股的特点是重构，业务的重构导致估值的重构。

一是烈马股所处的原有行业再造，由于新市场、技术创新打破原有的行业平衡，创造出新的需求，带来新机会，如环保行业、新能源汽车行业等。

二是新旧更迭，代表新技术、新生产力的企业脱颖而出，逐步取代甚至完全取代旧的商业模式、产业、公司和产品，如特斯拉电动车和苹果的创新对各自行业的冲击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三是通过重组实现业务结构和资产结构质的变化。上市公司将原有发展前景黯淡、盈利能力弱的业务剥离，注入发展前景光明、盈利能力强的业务，从根本上改善公司的业务性质和经营状况。

烈马股的首要特征是有远景题材，具有很大的想象空间。其次爆发迅速，股价迅速上涨，跌宕起伏。很多的人驯马功夫不够，一经震荡就跌下马来，等爬起来，烈马已经跑得很远，追赶不上了。

烈马股的形成，往往伴随着并购。诺贝尔经济学奖获得者乔治·施蒂格勒认为“没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的并购成长起来的，几乎没有一家大公司是完全依靠内部扩张成长起来的。”

前文我们谈到了并购带来的商誉减值风险，这里从收益角度分析一下并购带来的价值（见图 4-9）。其价值体现在如下几方面。

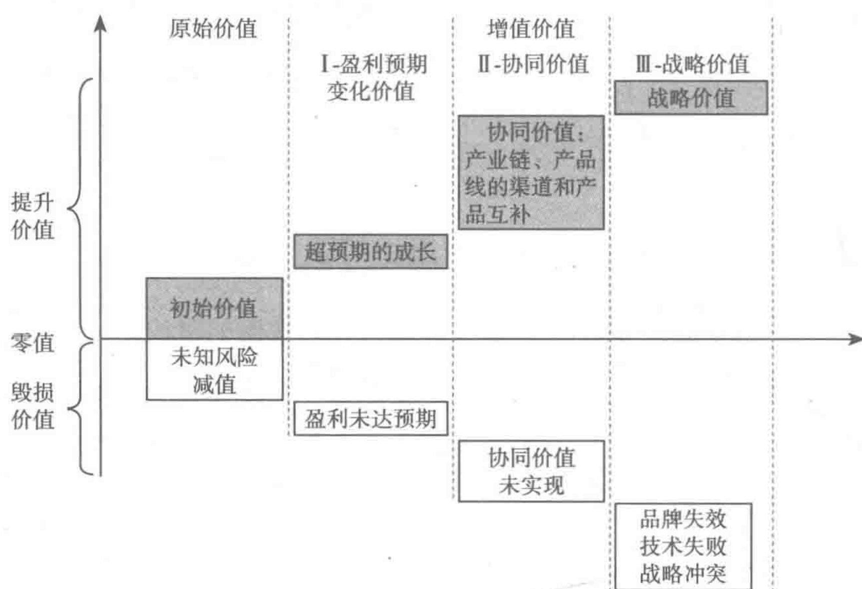


图 4-9 并购项目价值变化图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. I- 盈利预期变化的价值

此项价值变化是影响并购成败的关键因素，这也是收益法下评估增值的主要成因。实现超预期盈利的途径，往往是收购方引入新的高管团队、推动新的发展战略、对项目公司进行系统的整体梳理，堵塞管理漏洞，通过管理提升来推动经营绩效的改善。往往需要新股东将基于前期实践总结和基于未来预期的管理能力综合，通过对被收购公司的资产梳理、剥离、整合等一系列活动，组建一个新的、被投资者认可的资产组合。

2. II- 协同价值

收购的标的公司对企业原有产品线的补充，或上下游供应链的延伸，进而产生营业收入扩大、成本降低的协同价值。并购协同价值可以体现在经营协同上，如实现纵向一体化，打通产业链上下游，加强市场影响力，获取垄断权，实现资源互补等方面；也可实现财务协同，改变财务杠杆，提高资金的使用效率，降低资金成本；也可体现在规模效应，实现集中采购，渠道共享等，最终都反映在整合后企业盈利中。并购协同价值首先体现在并购双方在渠道、客户、技术等方面的互补。

3. III- 战略价值

项目的战略价值对公司估值是战略性的，主要体现在技术类公司并购，国际性并购，新兴细分市场投资，例如新能源、物联网、大数据和传统产业结合的投资。

并购并非都是正贡献，投资者如果长期投资，得认真分析这些重大事件是否真正给并购方带来长久的价值增值，而不是短时间的爆发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评判并购成败最简单的财务逻辑是，除去营业收入的确定性扩张外，项目的收益能否抵消收购增加的各种成本，给企业带来增值收益。

【案例 4-6】 中国中车的吸收合并

因为受南北车合并消息影响，中国南车和中国北车（中国中车合并前身）股价连续暴涨，成为股市中的一颗璀璨的“明星”。

在 2014 年 9 月 3 日，有媒体陆续报道称，国资委目前正在力推中国南车和中国北车重新整合为一家公司，以便中国的高铁技术更好地出口到海外；合并一事由国务院主导，已基本定调；中国南车和中国北车都上报了各自方案供国资委参考。中国南车在 2014 年 10 月 26 日宣布，因重大事项停牌。

两者吸收合并的具体方式为，中国南车向中国北车全体 A 股换股股东发行中国南车 A 股股票、向中国北车全体 H 股换股股东发行中国南车 H 股股票，并且拟发行的 A 股股票将申请在上交所上市流通，拟发行的 H 股股票将申请在香港联交所上市流通，中国北车的 A 股股票和 H 股股票相应予以注销。合并后新公司同时承继及承接中国南车与中国北车的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务。合并后新公司中文名称拟更改为“中国中车股份有限公司”，简称为“中国中车”。据公布的数据，截止到 2014 年 10 月 31 日，中国南车总资产为 1 500.6 亿元，中国北车总资产为 1 565.1 亿元。两车合二为一之后，中国中车的总资产将超 3 000 亿元，将代表中国出征海外高铁市场。

直至 2014 年 12 月 31 日公布南北车合并预案并复牌，随后股价开始了上涨之路。停牌时价格 6.38 元，复牌后股价持续上涨，最高上冲 39.47 元（见图 4-10）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

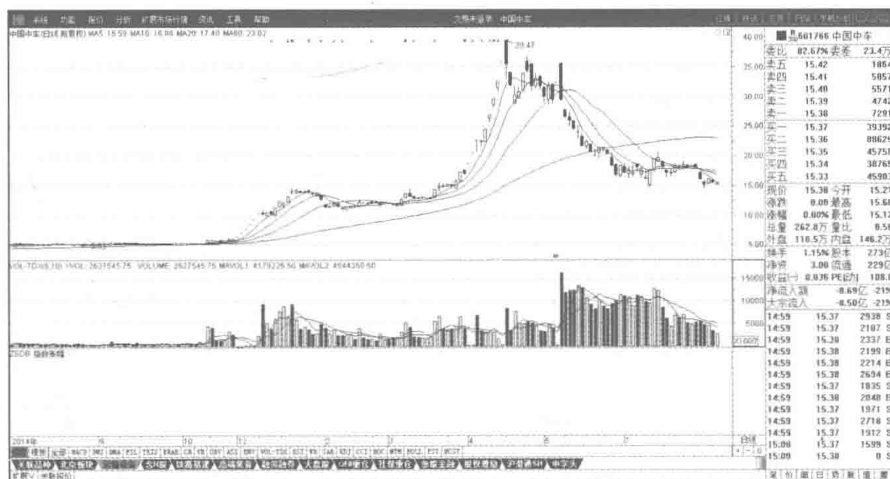


图 4-10 中国南车 2014 年 8 月～2015 年 7 月股价日线图

股价暴涨的逻辑是，两车合并后，中国南车重组前 2014 年营业收入 1 197.24 亿元，同比增长 20.48%；归属于上市公司股东的净利润 53.15 亿元，同比增长 27.61%，保持快速发展势头。加上中国北车存在一定的规模效应。另外集中采购、研发互补、减少外部竞争将带来综合成本的大幅下降；与国际可比公司相比，部分券商认为中国中车毛利率有望提升两个百分点，公司净利润率有望从现行的 4.8% 最终提升到 10% 以上。同时，公司有望逐步从整车向零部件扩张、从新造向维修维护延伸、从轨交装备向战略新兴产业转型、从国内市场向海外市场拓展。

【案例 4-7】 龙生股份的资本运作

龙生股份主营汽车座椅功能件的研发生产，2014 年实现营业收入和净利润分别为 4.02 亿元和 3 914 万元，同比分别增长 38% 和 25%。不过，由于我国汽车行业进入增速放缓和产业升级的转型期，龙生股份的产品销售毛利率由 2010 年的 34.6% 降至 2014

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的25.82%，销售净利率由22%降至9.7%，盈利空间受到大幅压缩。

龙生股份一直谋求以并购重组的方式加快公司发展步伐，于2015年3月公布定增预案，龙生股份将以7.15元/股的价格向10名特定对象发行约10.07亿股，募集资金不超过72亿元，全部用于投资超材料智能结构及装备产业化项目、超材料智能结构及装备研发中心建设项目。

龙生股份非公开发行的十名对象中有八家为拟设立的新公司，包括光启合众拟设立的达孜映邦。达孜映邦系光启合众为参与本次发行拟设立的全资子公司，刘若鹏持有其35.09%的股份，为其控股股东和实际控制人。光启合众主要从事对外投资与超材料及其上下游相关的产业。而龙生股份的另一认购人光启空间技术同为刘若鹏间接控制的公司，主要从事新型空间服务运营业务。根据公告，达孜映邦将以38.5亿元参与认购5.38亿股，发行完成后，将持有龙生股份41.17%的股权，成为公司的控股股东。而与达孜映邦同为刘若鹏控制的光启空间技术将以3亿元认购4 195.8万股，将持有公司3.21%的股权。由此，刘若鹏控制的达孜映邦和光启空间技术将合计持有龙生股份44.38%的股权，成为公司新的实际控制人。公司原控股股东、实际控制人为俞龙生、郑玉英夫妇，合计持有公司43.53%的股权。

刘若鹏系美国杜克大学电子与计算机工程学博士，光启研究院创始人、院长，国家高技术研究发展计划（863计划）新材料领域主题专家组专家。据媒体公开报道，刘若鹏在25岁时率领团队成功研制出“隐形衣”，发表在《科学》杂志后引发轰动。其在超材料、Meta-RF电磁调制、智能光子等革命性的创新技术上取得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多项产业化成果转化，所从事的业务领域和研究范围涵盖了航空航天、无线互联、智能结构、智慧园区等。

龙生股份表示，工业 4.0 席卷全球，“智能 +”浪潮中超材料智能结构将迎来历史性发展机遇，公司将通过此次定增进入超材料智能结构及装备业务，打造新的利润增长点。

其股价表现惊人：2014 年 12 月 30 日收盘价 7.09 元 / 股，随之停牌，随后在 2015 年 3 月 29 日复牌以后，短时间内几轮拉升，到 2015 年 6 月 4 日达到 120 元 / 股，不到半年的时间涨幅达到 16 倍（见图 4-11）。



图 4-11 龙生股份 2014 年 12 月～ 2015 年 7 月股价日线图

【案例 4-8】 南方泵业收购金山环保、华西能源并购天河环境的六大相似处

产品链上下游企业由于有天然的商业联系，业务交叉，在某一细分市场在受政策环境的外部推动呈现出更为明朗的情况下，上下游相关公司往往采取更积极、更迅速的行动，通过并购快速切入心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仪的细分市场。典型的案例是南方泵业对金山环保、华西能源对天河环境的纵向并购。

（1）南方泵业是水处理用泵行业的龙头企业，主要为其下游厂商——水务公司提供的不锈钢冲压焊接离心泵系列产品，市场占有率接近15%。其主要产品CDL、CHL等系列多级离心泵，2014年销售额超过主营业务收入的80%。2012～2014年营业收入和净利润的复合增长率达到22%和28%，经营业绩稳定增长。

南方泵业2015年拟以17.94亿元收购金山环保100%股权，收购的目标公司金山环保是一家主要从事工业及市政污水处理相关业务，同时研发生产和销售的相关污水处理设备，具有总承包能力的水处理综合性公司。2014年收入3.11亿元，净利润0.88亿元，相当于南方泵业同期营业收入、归属于母公司净利润的20%、44%。

根据预案，南方泵业拟以26.26元/股的价格向金山集团等45位交易对方发行6 830.91万股购买其合计持有的金山环保100%股权，以28.43元/股的价格向实际控制人沈金浩和总经理沈凤祥分别发行140.7万股和35.17万股，分别募集配套资金4 000万元和1 000万元，用于支付与本次交易相关的交易税费、中介机构费用等并购费用，以及对金山环保的增资。南方泵业称，此次购买金山环保，是实现从水泵产品制造业务向污水综合处理业务的延伸，是公司对现有业务领域向环保产业细分市场的拓展，是公司重要的战略部署。

从交易价格分析：以2014年12月31日为基准日，金山环保100%股权评估值为18.58亿元，增值率154.39%，经交易各方协商，最终作价17.94亿元。收购价对应金山环保2015年净利润的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率为 17.94/1.2=15 倍，而南方泵业 2015 年 6 月初的市盈率是 70 倍左右，对收购方利好，公司复牌后连续涨停。

业绩承诺：金山集团、钱盘生和钱伟博承诺金山环保于 2015 ～ 2017 年会计年度实现的年度税后净利润应分别不低于人民币 1.2 亿元、1.9 亿元和 3 亿元，否则将按约定进行业绩补偿。据此测算，承诺未来利润增长率分别为：2015 年度 /2014 年度 =1.2 亿元 /0.877 1 亿元 −1=36%；2016 年度 /2015 年度 =1.9 亿元 /1.2 亿元 −1=58%；2017 年度 /2016 年度 =3 亿元 /1.9 亿元 −1=58%，年均复合增长率达到 51%。



图 4-12　南方泵业 2015 年 1 月～ 2015 年 7 月股价日线图

（2）华西能源主要业务是从事优化节能型锅炉和新能源综合利用型锅炉及其配套产品的设计、制造和销售，逐渐向工程总包、垃圾焚烧、生物质发电拓展。2015 年中标西非 1 000t/h 热力供汽 EPC 合同（总金额合计 11.27 亿元人民币）、巴基斯坦 150MW 火电站 EPC 合同（合计 11.83 亿元人民币），公司设备和工程输出有望实现快速增长。但目前经营相对增长滞后，2015 年一季度收入和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利润同比下降12%。

华西能源2015年6月8日公告非公开发行预案，拟以18.38元/股发行1.61亿股，募集资金29.5亿元，其中16.8亿元用于收购天河环境60%股权，锁定期36个月。

收购的目标公司天河环境是脱硝催化剂龙头，国内催化剂产能第一，2014年实现营业收入3.57亿元，净利润1.03亿元，按股权比测算，相当于华西能源同期营业收入、归属母公司净利润的10%、41%。脱硝催化剂属于烟气后端治理，与公司原有锅炉、电厂EPC业务下游行业协同，可实现全产业链布局。

交易价格分析：截至评估基准日2015年3月31日，经收益法评估，天河环境的股东全部权益价值为28.03亿元，较其账面净资产2.12亿元增值25.91亿元，增值率1224.77%。经双方协商，天河环境60%股权的交易价格为16.8亿元。华西能源称，天河环境评估增值率较高，主要原因是公司正处于快速发展时期、效益稳定上升，未来业务具备较为理想的发展前景。同时，天河环境的客户



图4-13 华西能源2015年1月～2015年7月股价日线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系、销售网络、技术优势、研发能力、管理团队等价值未充分在账面体现。对应 2015 年净利润的市盈率为 =16.8/（2×60%）= 14 倍。

业绩承诺：交易对手天河环境承诺，天河环境 2015 年、2016 年和 2017 年扣除非经常性损益后的净利润分别为 2 亿元、2.59 亿元和 3.39 亿元，年复合增长率达到 49%。如未能在上述时限内达成业绩承诺，将根据利润补偿协议进行补偿。

在上述两个案例中，呈现出六个惊人的共性，一是同为布局原产业链的上下游细分领域；二是收购标的公司对公司目前业绩有明显的增厚效应，净利润占购买方 2014 年比重 40% 左右；三是收购溢价基本一致，对应 2015 年净利润的市盈率为 15 倍左右；四是收购方式基本一致，通过非公开增发募集资金收购项目；五是收购消息公布复牌后的股价表现基本一致，股价连续拉升，短期最高价比停牌时收盘价上涨了 50% ~ 60%；六是业绩承诺基本一致，未来三年的利润复合增长率在 50% 左右。难道是殊途同归，并购规律的超异常一致？或许这就是变局中的定局。

【案例 4-9】 青鸟华光“壳”的价值

前文所述的青鸟华光不惜会计作假千方百计保持了不被退市，继续寻找潜在买家。

停牌 5 个多月后，青鸟华光抛出重磅重组方案，主营集装箱底板业务的康欣新材将作价 34.5 亿元借壳上市。重组分三步走：重大资产置换、发行股份购买资产、募集配套资金。上市公司以其除无法剥离之应交税费、应付职工薪酬等负债及与之对等现金外全部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产、负债与交易对方所持康欣新材股权的等值部分进行资产置换。置出资产预估值为1.7亿元，而康欣新材置入资产的预估值为34.5亿元，两者差额部分，由青鸟华光以5.9元/股的价格向康欣新材全体股东合计发行约55 609.90万股购买。

另外，公司以询价方式，向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金不超过10亿元，用于康欣新材在建的年产27.5万立方COSB项目以及年产20万立方新型集装箱底板项目建设，置换部分先期投入在建项目的银行借款、补充流动资金及支付本次交易的中介机构费用等相关交易税费。

康欣新材主要从事以集装箱底板为主的优质、新型木质复合材料研发、生产、销售以及营林造林业务，系湖北省农业产业化省级重点龙头企业、首批国家林业重点龙头企业。财务数据显示，康欣新材2014年度实现营业收入90 617.14万元，较2013年增长33.8%；净利润18 816.31万元，较2013年增长11.86%。

青鸟华光主营业务为网络通信产品及电子代工、房地产业务，但近年来因国内电子信息类企业众多、竞争激烈，以及房地产行业调控加剧、景气度明显下降，公司主营业务发展缓慢，连续亏损，且金额较大，短期内扭转不利局面的困难较大。在此背景下，公司拟通过本次重组改变现状。公司表示，本次交易后，公司主营业务将转为集装箱底板等优质、新型木质复合材料产品的研发、生产和销售以及营林造林和优质种苗培育，其中集装箱底板等优质、新型木质复合材料业务是收入和利润的主要来源。图4-14为青鸟华光2014年12月～2015年7月股价日线图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

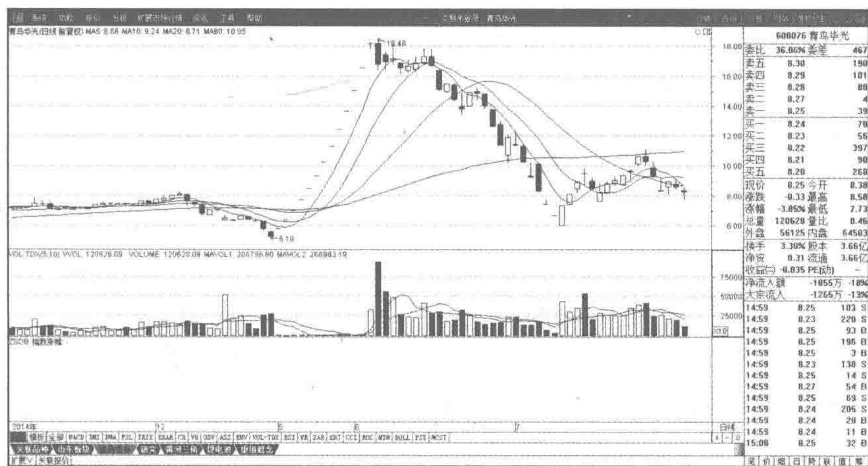


图 4-14　青鸟华光 2014 年 12 月～ 2015 年 7 月股价日线图

散户没有主力庄家“通天”的本领，知道何时重组、跟谁重组，对烈马股的选择无法从基本面和财务指标上分析，这时“消息”就很重要了，无风不起浪，投资者要善用消息，如果投资者投资的是白马股，本身已系上了安全带；资本运作助力，白马转化为烈马，加速奔跑，投资者的布局将有大的收获。

带来质的改变的烈马股往往不是一次集中性爆发就销声匿迹了，通常在一段时间集中上涨后，平台整理，蓄力再次爆发。就像草原上的烈马一样，得有几个颠簸，往往会给投资者二次上马的机会。中国中车、龙生股份就是此例。

没有实质意义，只有一时热点概念的烈马股可能只有短暂一跳，而回归原位。

4.2　投资时点

股票 U 型走势的底端，公司经营处于底部扭转的时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把握戴维斯双杀机会，在市场低迷之时，在市盈率处于相对低位并预计企业将出现盈利拐点之前买入股票，待其盈利好转。买入后公司盈利的不断增长和市盈率的提升，投资者迎来股价的乘数效应，获得巨大的投资回报。

Tips：

美国著名的投资人戴维斯家族的投资理念被称为“戴维斯双杀效应”，就是指市场预期与股价之间波动的双倍数效应，在市场投资中，股价的波动与市场预期关联程度基本可达到 70% ~ 80%。当市场处于熊市时，公司股价会受到业绩增长放缓和估值水平下降的双重打击，这就是所谓的“戴维斯双杀”。买入后，待成长潜力显现后，以高市盈率卖出，这样可以尽享收益增长和市盈率增长的倍数效应。

研究利润变化和股价变化的规律，重点观察利润变化拐点和股价拐点。拐点是曲线在一个点曲率发生变化，由正到负，或由负到正的扭转，这时，股票处在相对高点或低点。

投资者几乎不可能抄到最低点，而且股票的涨跌也不是几天就能实现的，无论何种操作，最佳的策略就是分布建仓。

4.3 不断调整的股价估值体系

任何一个快速增长的行业和公司都会面临增速减缓、下降的规律。索罗斯曾说，“凡事总有盛极而衰的时候，大好之后便是大坏，重要的是认清趋势转变不可避免，要点在于找出转折点”。投资不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是看静态的好坏，而是未来是变好还是变坏。从财务指标看，一旦出现顶部的迹象，企业销售出现天花板，收入和利润增速开始下降，毛利率等竞争性指标开始下降，应收账款大幅增加等不利指标开始出现，就是投资者需要思考是否继续持有的时刻了。

趋势都在不断变化中。白酒行业在 2013 年、2014 年跌入低谷，大多数公司营业收入和利润出现下滑，股价下调幅度大，而到了 2015 年一季度很多公司出现恢复迹象，营业收入同比增加，有待时间验证扭转迹象。目前的有色、钢铁等困境中的公司必然有一天通过优胜劣汰、产业整合实现产业的复苏，个股实现触底回升。

财务数据对经营转向确认上有时是提前，有时是滞后。待实际数据公布之时，股价已提前有所反映，因此需要结合产业新闻、公司新闻、临时公告和季报等综合情况提前预判，每一次新信息的增加，增强投资者原有判断，或者推翻投资者原有的判断，投资者对股票的评价应是定期重新评估的。

投资者应该清楚地认识到，除非极特殊的情况，上市公司持续保持高增长的难度非常大，如一家公司连续多年一直保持 30% 以上的利润增幅，投资者更应高度关注其转向的标志。

同理，一家公司差到极点，也并非无药可救，风水轮流转，除非破产，终有转运的时候。即使是 ST 公司，也有壳的价值。

4.4　严格执行交易纪律

1. 独立思考，制定自己的交易纪律

交易纪律的核心是止盈。可以设定在整体市场市盈率多少时减仓或清仓，也可以是在个股市盈率或利润趋势发生变化时减仓或清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓，还可以是投资者收益率达到目标时减仓或清仓，这需要根据每个人的经验来自我设定。

止损。如果你对自己选择的股票是充满自信的，其实可以不设定止损线。但如发生系统性风险时，可以设定一条自己能承受的止损线，无论是跌破上升通道，还是跌破均线支撑，还是自己设定的10%或20%的止损点，跌破则短期撤离。止损在股灾有其极重要的作用。A股2015年6月16日开始的不到一个月的急速下跌，已使许多配资人清盘。对风险是投资者需要的高度警惕。

2. 执行交易纪律

破山中贼易，破心中贼难。短期股票的波动对投资者产生巨大的欲望和恐惧，破坏人们心态的是K线的起起伏伏，打开股票软件，一天的波动就可能达到20%，投资者往往会破坏原先制定的交易纪律。

好股票，即使如白马股，打开日线、周线、月线，处处都是交易机会，而打开年线，你会发现唯一需要做的就是买入和持有。挑选放心的股票，遭遇暴涨暴跌，坚持心中的原则。长期而言，优质股票提供的回报足以补偿短期波动带来的心灵折磨。

投资需要的是一种对时间和股票关系的定见，时间越长，短期波动的影响越小，收益和选股标的优劣、持有的时间越正相关。短期的追逐市场，频繁操作，就像在无休止的出牌，陷入零和博弈的困境。

4.5 投资心态

风险控制和承受风险。两者表面矛盾，实则统一。风险控制，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是要把投资者的投资控制在可承受的范围内，计算最大可能的损失，设定投入的极限。一旦投资者唯一的生存方式是通过股票买卖来实现，最终的结果是扭曲的心态和失败的投资。承受风险，股票投资本身就存在一定的风险，要做好承受痛苦、煎熬、挫折、迷失的心理准备。

控制在投资者所能承受的最大损失金额内，即使在极端的条件下，本金全部损失掉，也不会对投资者日常生活产生致命影响。赌注的多少，关系到是小赌怡情，还是大赌伤身。投资亦此理。

巴菲特曾说过“当股价被华尔街的羊群效应影响时，价格受情绪的影响，或是贪婪，或是恐惧，很难说市场总是理性的。实际上，市场的股价经常是莫名其妙的”。股价并不代表一切，它会引导我们，也在误导着我们。深入分析企业的真实情况，判定其与价值的差异。只要给予充分的时间，股价终会反映其本身的实际价值。

4.6 熊市的脱困之术

十年前的股市，可能是冷兵器时代的战争，虽然死人，但大兵团战役需要很长的时间才能决定胜负，钝刀子杀人，通过时间还能消化痛苦。今天的股市就是现代战争，融资创新、金融杠杆的使用，使战争的时效性、伤害性远胜于前，短时间内造成大面积伤害，让对手瞬间失去反抗能力。

本质上市场是波动性的，但存在某一时点，特定因素下波动的边界急剧拉长，就像海上会有海啸，股市也必有泡沫和股灾。系统性风险来临的时候，如同排山倒海之势，所到之处，参天大树也可能会连根拔起，未来的资本市场也时刻面临着这样的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对过度的事物，要保持警惕之心，过高则减，过低则增。这样，我们才不会迷失投资的初心。

牛市重道，熊市论术

熊市下的股价快跌杀伤力巨大。回过头来，我们会说君子不立危墙之下，但在下跌初期，我们常常被利益蒙蔽了双眼，认为是调整，一次一次错失机会，直到被困无法动弹。

长线的价值投资讲究的是道，术被认为是末流，摆不上台面，短期的各种技术指标往往会干扰判断，而且从实际操作来看，长线价值投资往往能战胜波段投资。

但在一定时期内发生的系统性风险会使市场正常运行轨迹发生极度扭曲，股价发生暴跌，甚至是严重低于其实际价值。尽管未来可能会回升，但短期内投资者内心的煎熬会极度考验对于价值投资的坚持。

2015 年 6 月的股市，暴跌走势历史罕见。很多配资人倾家荡产，从上半年的风光无限到一无所有，可能就短短的一个月时间，给了我们深刻的教训，任何时候都要对市场有敬畏之心。没有无限畅饮的免费午餐，喧闹的酒席很可能转瞬之间变成屠宰场，要时刻保持警醒。

4.6.1 止损，减仓，空仓

熊市的大逻辑是下跌，快速下跌下对信心的打击最大，从题材股到绩优股，都可能面临下跌，最好的解决方法是减仓，甚至是空仓。

事后来看，上证指数在 6 月 17 ～ 18 日跌破上升通道时，就是最佳的卖出点（见图 4-15）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4-15 上证指数 2015 年 2 ～ 7 月股价日线图

系统性风险下，股票整体暴跌，但下跌有先后，大势形成下，对绩优股、成长股的冲击经常是最后，往往能给我们留有一定的撤退时间。

格力电器股价很强，直到 7 月 3 日才出现破位的迹象（见图 4-16）。

图 4-16 格力电器 2015 年 2 ～ 7 月股价日线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.6.2 自救

如果没能及时减仓，等到惊醒时，已发现自己多股被套，难以割舍，怎么办？这好比敌人突袭，把我们几个根据地都团团围住进行剿杀，如何扭转困局？

如果我们经常看一些战争题材的电视剧，会得到一些启发，可采取游击队战术。

先换个平面图反映下敌我态势（见图 4-17）。

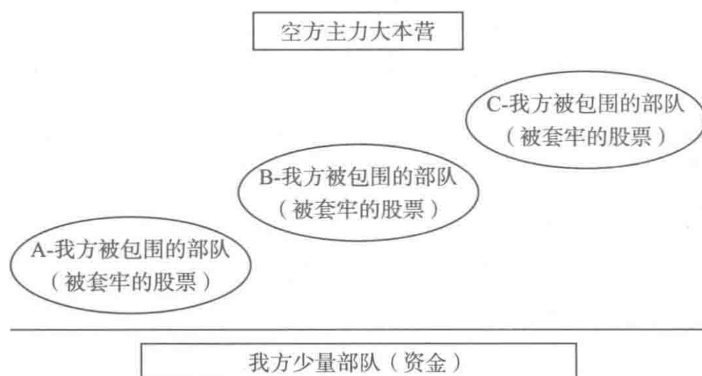


图 4-17 股票被套模拟图

具体形势：空方大举进攻下，我方部队全部被包围（股票全部或大部分被套），还有不超过 20% 的部队可动用（20% 资金可用于操作）。

目标：脱困解套。

问题 1：救谁？

战术目标的可行性。在空方在绝对优势的情况下，我们多个部队被包围（多个股票被套），基于我们剩余实力的判断，我们应树立目标，短期内不可能全救出来，只能救完一个再救一个。集中兵力，在局部形成优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那救哪支部队？从战争学的角度，就是离敌人核心势力越远的地方越好，这取决于在点上双方势力的比较。离敌主力越远，敌势力越弱。从股票上看，若一只股票下跌，离最高点山顶越远，反弹的可能性和力度越大，这也符合能量守恒的规律。从投资者自身看，可以比较套牢股票群里谁下跌幅度最狠，离高点的距离越远，则是优先解救的股票。优先顺序是 A-B-C。

股票的反弹不会是一蹴而就的，先救出来一部分股票，增强了自己的信心。同时通过时间的推移，原被套的股票也发生了变化，有的股价回升，亏损减少，甚至盈利了；也有的股票下跌得更低了，此时再操作，将大大增加成功概率。

问题 2：如何救？

我们看到战争片里，游击队埋伏起来，等敌人进入伏击圈开始攻击，得手后迅速撤退。这里的关键要素是：时间——提前埋伏；地点——预先设定；效率——快速交火，迅速撤退；灵活。这是典型的游击战的策略。

- 在熊市中的应用是提前埋伏，也就是提前预测到股价还有下跌，预先埋伏；
- 设定比现价更低的买入价，圈定战斗地点；
- 快打，一旦“交火”，最好在一个工作日内解决战斗，绝不恋战，如未分胜负，也要按纪律迅速撤退；
- 灵活，发现被反设陷阱时，即使有所牺牲也要先跳出来，不长时间设伏。

具体来讲：

明显跌势下，上午在跌停板附近设定买入价，买入股数等于前期被套的股数（数量可根据个人习惯不定，建议不高于被套股票数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量）。如成交，看下午的反弹力度，可以考虑个人情况，设定在反弹一定比例卖出同样数量的股票。

这出现三种情况：

- 上午未买入。中午撤单，不买入。
- 上午跌停板附近买入，下午开始拉升，达到设定卖出价时卖出；如未达到，原则上在尾盘卖出。
- 上午跌停板附近买入，下午一直跌停，无法卖出，原则上次日开盘时无论什么价位，卖出。

【案例 4-10】

万邦达短期内迅速持续下跌，直到 2015 年 7 月 10 日（见图 4-18）。看股价日线，机会似乎很难把握，风险极高，不好抄底，极易被套。



图 4-18 万邦达 2015 年 6、7 月股价日线图

如果看每天的分时线，按照前文策略，还存在一些短期机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 月 30 日（见图 4-19），机会出现：上午跌停板买入，下午如设定 15% 收益率时，可卖出。

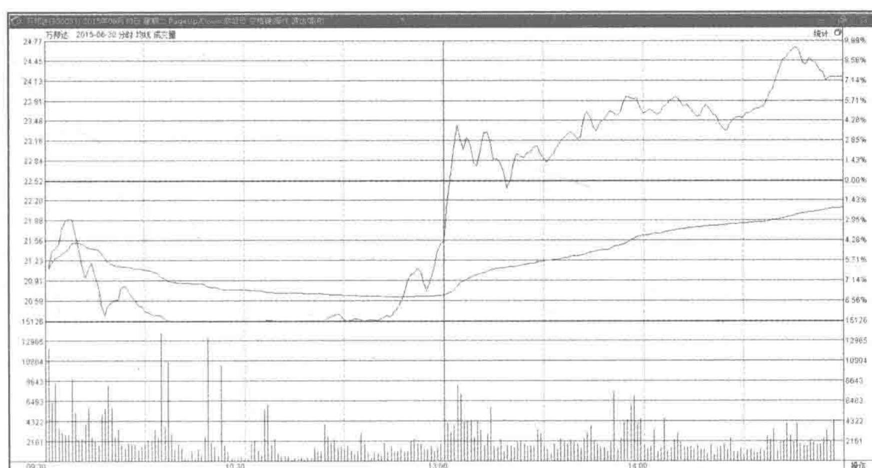


图 4-19 万邦达 6 月 30 日分时线

7 月 1 日（见图 4-20），上午设跌停板买入，未成交。下午撤销买单。无机会。

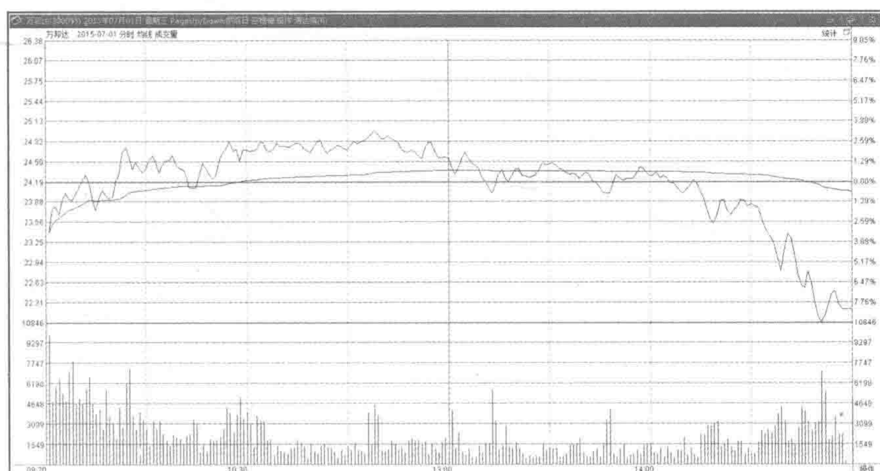


图 4-20 万邦达 7 月 1 日分时线

7 月 2 日（见图 4-21），上午设跌停板买入，未成交。下午撤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销买单。无机会。

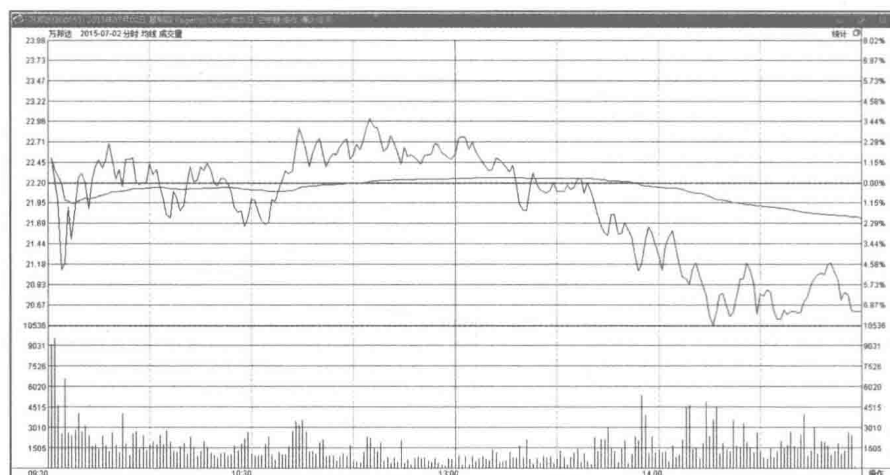


图 4-21　万邦达 7 月 2 日分时线

7 月 3 日（见图 4-22），机会出现：上午跌停板买入，下午如设定 15% 收益率时，可卖出。即使达不到，短期内也应在当天卖出。

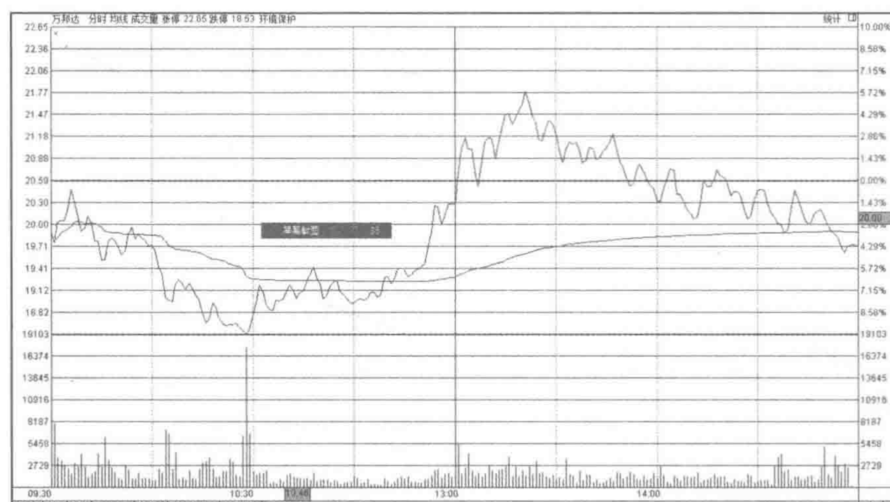


图 4-22　万邦达 7 月 3 日分时线

如此几个操作，将迅速拉低成本，更为可贵的是，跌倒一定幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度的股票，其安全边际就比较高了，股价一旦反弹，比较容易扭亏为盈。

4.6.3 坚持

对价值投资的坚持。

坚持分析：根据每个人的喜好和专业背景，选择几个感兴趣的行业，一个行业一个行业地研究下去。总结出行业的特点，行业内主要的几个公司，每个公司的特点，财务指标差异，特定宏观形势下行业的走势，对公司的收入和利润有影响的内外部因素是什么，研究清楚，心里有底。

坚持投资：总会有些股票是值得投资的，对于分析透、看得清的公司勇于投资，且下跌时心里不慌，源于对股票的内在价值和未来前景有精准的判断。

坚持持续的分析：做高风险的股票制冷，不能分析后买入就不管了。世界是不断变化的，每一家公司都在发生着变化，需要投资者定期观察、分析、验证或推翻原先的判断。

坚持不偏执：没有一种投资方法能解决所有问题、解释所有股份波动现象。投资者可能需要坚持自己形成的投资体系和方法，同时也需要借鉴其他的投资经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 Chapter 5

案例分析——如何从格力电器年报挖掘投资信息

我们对投资股票最有效的信息来源就是每年的年报，它是一个公司财务信息、经营信息和战略信息的集中反映，对其年报数据的透析分析，加上竞争对手的年报分析，会逐渐梳理出对某个特定行业，特定公司竞争地位、经营形势和未来趋势的理性判断，进而对投资产生强大的决策支持作用。

一家上市公司的年报主要包括重要提示、目录和释义，公司简介，会计数据及财务指标摘要，董事会报告，重要事项，股份变动及股东情况，董事、监事、高级管理人员和员工情况，公司治理，内部控制，财务报告，备查文件目录。这是证监会要求上市公司的规定动作，各家公司完成的有详有简，质量不一。

一份年报少则百页，多则数百页，信息量大，但实质性信息往往隐藏在文字的星空中，需要投资者独具慧眼找出来。这里介绍一个方法——对比分析法，对比一家公司以前年度和当年的年报，找出主要经营和财务上的差异点，归纳总结，找出决定公司成长的基因要素和其变化规律，进而制定相应的投资策略。

本文选取了格力电器 2014 年和 2013 年年报做对比分析，部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常规性内容、对投资决策无直接关系的文字进行了删除，整合了一些数据，另补充了对数据的分析和初步理解。

5.1 重要提示、目录和释义

表 5-1 为 2013 ～ 2014 年重要提示汇总表（见 153 页）。

5.2 公司简介

表 5-2 为 2013 ～ 2014 年公司简介汇总表（见 154 页）。

5.3 会计数据及财务指标摘要

表 5-3 为 2013 ～ 2014 年会计数据及财务指标摘要汇总表（见 155 页）。

分析：扣除非经常性损益后的净利润增幅高于归属母公司净利润增幅，说明两年的非经常性损益变化巨大，需细致分析。表 5-4 为 2013 ～ 2014 年非经常性损益汇总表（见 156 页）。

5.4 董事会报告

表 5-5 为 2013 ～ 2014 年董事会报告摘要汇总表（见 157 页）。

5.5 重要事项

表 5-6 为 2013 ～ 2014 年重要事项汇总表（见 169 页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-1 2013～2014 年重要提示汇总表

项目	2014 年	2013 年	差异
承诺	本公司董事会、监事会及董事、监事、高级管理人员保证本报告所载资料不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任 公司负责人董明珠、主管会计工作负责人望靖东及会计机构负责人廖建雄声明：保证年度报告中财务报告的真实、准确、完整 全体董事亲自出席了审议本次年报的董事会会议	与 2014 年表述基本一致	—
利润分配	按公司总股本 3 007 865 439 股计，向全体股东每 10 股派发现金 30.00 元（含税），以资本公积金转增股本，向全体股东每元（含税），以资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 10 股	以公司 2013 年期末总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 15 元（含税），不送红股（含税），不以公积金转增股本	2014 年利润分配较 2013 年明显增加，更为“慷慨”，说明效益良好，践行了为股东创造价值的使命

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-2 2013 ～ 2014 年公司简介汇总表

2014 年	2013 年
一、公司信息	与 2014 年年报表述一致
股票简称：格力电器 股票代码：000651	
股票上市证券交易所：深圳证券交易所	
公司中文名称：珠海格力电器股份有限公司 公司中文简称：格力电器	
公司外文名称：GREE ELECTRIC APPLIANCES, INC.OFZHUHAI 外文名称缩写：GREE	
公司法定代表人：董明珠	
注册、办公地址、公司网址（略）	
二、联系人和联系方式（略）	
三、信息披露及备置地点（略）	
四、注册变更情况（略）	
五、公司聘请的会计师事务所（略）	
六、公司聘请的报告期内履行持续督导职责的保荐机构（略）	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-3 2013～2014 年会计数据及财务指标摘要汇总表

项目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2014/2013 年增减幅（%）	2013/2012 年增减幅（%）	2012/2011 年增减幅（%）	分析
营业收入（亿元）	1 378	1 186	993	832	16	19	19	2014 年增速减缓
归属净利润（亿元）	142	109	74	52	30	47	41	2014 年增速减缓
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（亿元）	141	89	70	51	59	27	37	2014 年扣除非经常性损益后利润增速增加
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	189	130	184	34	46	−29	448	2014 年现金流指标趋好
基本每股收益（元）	4.71	3.61	2.47	1.86	30	46	33	2014 年增速减缓
稀释每股收益（元）	4.71	3.61	2.47	1.86	30	46	33	2014 年增速减缓
加权净资产收益率（%）	35	36	31	34	−1	4	−3	2014 年略有下降
总资产（亿元）	1 562	1 337	1 076	852	17	24	26	2014 年增速减缓
归属于上市公司股东的净资产（亿元）	442	345	267	176	28	29	52%	2014 年增速减缓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-4 2013 ~ 2014 年非经常性损益汇总表

项目	2014 年	2013 年	2012 年	分析
非流动资产处置损益（包括已计提资产减值准备的冲销部分）（万元）	−1 360	−176	−1 233	—
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）(万元）	68 188	66 048	25 284	政府补助 2013 年快速上升，2014 年基本平稳
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益（万元）	−65 338	170 505	21 768	衍生金融工具公允价值变动损失和投资收益，需关注
除上述各项之外的其他营业外收入和支出（万元）	−507	−2 981	1 649	—
减：所得税影响额（万元）	−488	36 761	8 691	—
少数股东权益影响额（税后）(万元）	448	352	331	—
合计	1 022	196 283	38 446	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-5 2013～2014 年董事会报告摘要汇总表

项目	2014 年	2013 年	分析：正影响	分析：负影响
一、概述	互联网大数据以不可阻挡的势头覆盖着每个行业，改变了人们的思维方式和行为模式，并影响着全球家电业的发展和变革	—	2014 年增加了互联网影响表述	—
	2014 年家用电器行业主营业务收入 14 139.1 亿元，累计同比增长 10.0%，与 2013 年 14.2% 的增速相比明显趋缓；利润总额 931.6 亿元，累计同比增长 18.5%	—	2014 年增加了行业数据表述	—
	据产业在线数据，2014 年家用空调销售 11 691.07 万台（套），较 2013 年增长 5.2%。同时家用空调在电商渠道零售量基数小增长快	—	2014 年增加了行业数据表述	—
	2014 年中央空调行业由过去的高速增长步入平稳增长	据《暖通空调资讯》统计，2013 年公司中央空调国内市场占有率为 15.7%，高出第二名 4.5 个百分点，连续两年排名第一。据《产业在线》统计，公司家用空调产销量连续多年排名第一，其中 2013 年产量、销量分别高出第二名 1 199 万套（台）、1 186.5 万套（台），市场份额进一步提高，行业龙头地位进一步巩固	—	2014 年年报出现了一个重要信号：整体行业由过去高速增长步入平稳增长；同时缺少了空调市场排名比较
	2014 年被行业称为智能家居发展“元年”，智能化的发展趋势越来越清晰，预计 2015 年我国智能家居将迎来发展高峰期。智能家居将成为家电行业突破发展瓶颈的关键	—	2014 年增加了智能家居表述	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项目	2014 年	2013 年	分析：正影响	分析：负影响
	公司面对宏观经济下行压力实现逆势增长，2014 年营业总收入 1 400.05 亿元，较上年同期增长 16.63%；利润总额 167.52 亿元，较上年同期增长 29.95%；实现归属于上市公司股东的净利润 141.55 亿元，较上年同期增长 30.22%，基本每股收益 4.71 元/股，较上年增长 30.47%	实现营业总收入 1 200.43 亿元，较上年同期增长 19.91%；利润总额 128.92 亿元，较上年同期增长 47.12%；实现归属于上市公司股东的净利润 108.71 亿元，较上年同期增长 47.31%，基本每股收益 3.61 元/股，较上年增长 46.15%；取得了良好的经济效益	—	—
	家用空调：2014 年公司推出了玫瑰空调、润系列挂式空调、睡梦宝 - Ⅲ、凉之韵挂式空调、锐逸柜式空调、锐扬柜式空调等新品	—	2014 年描述更详细	—
	中央空调：2014 年公司推出了磁悬浮离心机组、LHE 系列高效螺杆式水冷冷水机组、翼之恋隐形家用中央空调、GMV Unic 全能一体机、GWV 致越全能一体机等新品	—	2014 年描述更详细	—
	光伏空调：公司继 2013 年推出"光伏直驱变频离心机"之后，又于 2014 年新推出了具有颠覆性的空调产品"光伏直驱变频多联机"，将光伏直驱空调技术成功地应用在了家用中央空调上，使格力光伏空调系列更加完善	—	2014 年描述更详细	—
二、主营业务分析	热水器：2014 年，公司推出了水之韵、海洋之意等系列新品	—	2014 年描述更详细	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	生活电器：格力旗下生活电器品牌“TOSOT”，目前拥有电风扇、电暖器、净水机、空气净化器、加湿器、干衣机等健康电器和电饭煲、电压力锅、电磁炉等厨房电器	—	2014年描述更详细	—
	布局智能环保家居系统，公司发布了智能环保家居系统。公司成立了新能源环境技术研究院和健康技术研究院	—	2014年描述更详细	—
	成立电商团队，开设格力天猫官方旗舰店，并于2014年12月1日，正式启动格力官方电商渠道“格力商城”，2014年“双11”当天，格力电器在天猫旗舰店的销售额轻松突破亿元，成为当天空调产品的销售冠军	—	2014年描述更详细	—
	从2011年开始，先后在长沙、郑州、石家庄、芜湖建立再生资源全资子公司，总投入超过10亿元，拥有齐备的“四机一脑”（电视机、冰箱、洗衣机、空调、计算机）处理线	—	2014年描述更详细	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项目	2014 年			2013 年			分析：正影响	分析：负影响
三、主营业务变动分析								
前五大客户	客户排名	销售收入（元）	占公司年度销售收入比例	客户排名	销售收入（元）	占公司年度销售收入比例	变化不大	—
	第一名	11 177 450 876.23	7.98%	第一名	8 533 547 842.68	7.11 %		
	第二名	9 785 114 844.06	6.99%	第二名	8 465 553 262.43	7.05 %		
	第三名	7 523 266 053.35	5.37%	第三名	6 646 584 501.30	5.54 %		
	第四名	7 403 473 197.48	5.29%	第四名	6 370 617 685.02	5.31 %		
	第五名	6 892 131 704.23	4.92%	第五名	5 954 671 887.98	4.96 %		
	合计	42 781 436 675.35	30.55%	合计	35 970 975 179.41	29.97 %		
成本	2014 年原材料成本 652 亿元，占营业成本比重 87%，比 2013 年比重 90% 下降了 3 个百分点；其次是人工成本、折旧和能源			2013 年原材料成本 644 亿元，占营业成本比重 90%，比 2012 年比重 90% 变化不大；其次是人工成本、折旧和能源			原材料比重下降，可能是集中采购影响或套期保值影响	—
	前五名供应商合计采购金额 145 亿元，占年度采购总额的 18%			前五名供应商合计采购金额 145 亿元，占年度采购总额的 19%			—	—
费用	2014 年销售费用 289 亿元，总比增幅 28.35%；管理费用 482 亿元，同比 −5.27%；财务费用 −9.4 亿元，同比减幅 606.55%；所得税费用 25 亿元，同比增幅 27.77%			2013 年销售费用 225 亿元，总比增幅 53.89%；所得税费用 20 亿元，同比增幅 48.56%			—	销售费用增幅高于收入增幅
	因销售规模上升及加大市场销售力度等原因，销售费用同比上升			销售增长对应销售费用增长以及加大市场销售力度所致			—	—
	因加强资金管理等原因，财务费用负向同比上升 606.55%			销售增长导致税款增加			—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流	主要因销售规模增长、经营利润增长、公司加强资金管控等原因，经营活动产生的现金流量净额同比增加了 46.02%；主要因投资理财、购买可供出售权益工具等原因，投资活动现金流出额同比增加 33.69%；主要因增加外币借款导致筹资活动现金流入额同比增加 51.94%，主要因本期偿还外币借款增加、加大股利分配额度等导致筹资活动现金流出额同比增长 32.61%	主要是本期支付的税款、经营费用等增加所致，经营活动产生的现金流量净额同比减少了 29.55%；主要是本期购建的固定资产及投资活动支出的现金减少所致，投资活动现金流出额同比减少 48.11%；主要是去年同期增发股票融入资金所致，筹资活动现金流出额同比减少 397.34%	2014 年经营活动现金流量净额同比增加，经营趋好	—
四、主营业务构成分析	分行业：家电制造毛利率 39.11%，营业收入同比上升 13.60%；毛利率同比增加 5.02%	分行业：家电制造毛利率 34.09%，营业收入同比上升 18.42%；毛利率同比增加 6.82%	毛利率持续增加	毛利率增加，未来可能面临天花板
	分产品：空调毛利率 39.80%，营业收入同比增加 12.54%，毛利率同比增加 5.29%；生活电器毛利率 23.34%，营业收入同比增加 10.40%；毛利率同比增加 3.48%；其他毛利率 15.22%，营业收入同比增加 136.51%，毛利率同比增加 3.70%	分产品：空调毛利率 34.51%，营业收入同比增加 7.26%，毛利率同比增加 6.97%；生活电器毛利率 19.86%，营业收入同比增加 18.68%；毛利率同比减少 2.76%；其他毛利率 11.52%，营业收入同比增加 4.16%，毛利率同比增加 3.28%	营收、毛利都在增加，经营趋好	—
	分地区：内销为主，占总收入 79%，毛利率 41.57%，营业收入同比增加 18.34%，毛利率同比增加 3.66%；外销毛利率 19.72%，营业收入同比下降 13.69%；毛利率同比增加 7.61%	分地区：内销为主，占总收入 77%，毛利率 37.91%，营业收入同比增加 21.99%，毛利率同比增加 7.86%；外销毛利率 12.11%，营业收入同比增加 1.34%；毛利率同比减少 1.85%	2014 年外销收入下降，但毛利率增加	海外拓展没有明显增加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项目	2014 年	2013 年	分析：正影响	分析：负影响
五、资产负债状况分析	货币资金余额 545 亿元，同比增加 6%；	—	资金充沛	—
	存货 86 亿元，占总资产比重同比下降 4%	存货 131 亿元，占总资产比重同比下降 6%	存货占用资金不断减少，存货周转快	—
	以公允价值计量的资产与负债：衍生金融工具本期公允价值变动损益 -11.65 亿元；金融负债本期公允价值变动损益 -2.16 亿元	以公允价值计量的资产与负债：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（不含衍生金融资产）本期公允价值变动损益 9.9 亿元	—	衍生金融工具公允价值变动对经营业绩有波动影响
六、核心竞争力分析	（一）与时俱进的战略目标：构建智能家电生态系统，发展智能家居。建设垂直产业链，塑造多个世界品牌	（一）公司通过业务模块整合、信息化、集团化管控、联合管理模式等深化管理，将扁平化管理与精细化管理有机结合，有力地提升了公司管理水平	2014 年关注智能家居	—
	（二）技术创新：公司在四年内三次荣获国家级“科学技术奖励”，拥有 12 项“国际领先”的自主创新科技成果。近几年来的科研投入均有数十亿元。公司拥有全球最大的空调研发中心	（二）公司坚持“技术为王、创新至上”理念，采用行业首创的双级变频压缩技术、集多功能于一身的格力全能王系列空调上市；自主研发的“不用电费的中央空调”——格力光伏直驱变频离心机系统被专家组一致鉴定为“全球首创、国际领先”；推出系列高品质净水机；推出能有效去除 PM2.5 的空气净化器。2013 年新掌握了以下核心技术：光伏直驱变频离心机系统、磁悬浮变频离心式制冷压缩机及冷水机组、双极增焓转子式变频压缩机研究及在空调和热泵热水器中的应用	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）管理创新：可靠的质量保障体系及卓越的产品品质；强大的成本控制能力及财务优势；公司采用集中采购模式，提高了采购议价能力，有效地降低了采购成本；信息化的产品研发项目管理。格力自主开发的项目管理信息平台 GPMS 成功上线	（三）公司成立了自动化研发、设备制造、管理部门等机构，从设备研发、制造、全生产链自动化改造、员工自动化技能培养等各个方面大力推进生产机械化、自动化工作	—	—
（四）文化创新：形成了独具特色的“全员创新”企业文化	（四）公司成立了以董事长兼总裁董明珠女士为主任的信息化委员会，利用信息化手段优化业务管理流程，加快公司信息化规划建设及信息化与自动化融合，进一步提升企业管理水平	—	—
（五）营销创新：不断创新变化、与时俱进的销售模式是格力持续保持高速增长的法宝之一；格力在全国拥有 27 家区域性销售公司，全球拥有数万家专卖店；2014 年，搭建了线上线下一体化的 O2O 电商平台“格力商城”	（五）公司力推渠道升级，除在重点大城市建设旗舰店外，在全国建升级版形象店，展示品牌形象，打造格力产品群的高端化，强调服务性，提供从选型、设计、安装到维护、保养等全过程的专业、规范、人性化的立体服务	搭建电商平台	—
（六）生产创新：自动化转型	—	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项目	2014 年	2013 年	分析：正影响	分析：负影响
七、投资状况分析	为规避大宗原料价格大幅波动给公司原材料采购带来的成本风险，公司开展了部分原材料的套期保值业务，根据期货市场状况适时锁定材料成本，以此降低现货市场价格波动带来的不确定性风险；同时公司利用银行金融工具，开展了外汇资金交易业务，以规避汇率和利率波动风险，减少外汇负债及进行成本锁定，实现外汇资产的保值增值	与 2014 年表述一致	—	—
	衍生品投资情况：期货套保合约报告期内损益为 1 045.53 万元，远期外汇合约报告期内损益为 −70 845.82 万元	期货套保合约报告期内损益为 −2 627.53 万元，远期外汇合约报告期内损益为 166 318.72 万元	—	2014 年大额损失，2013 年大额收益，对业绩产生波动
	募集资金使用情况：截至 2014 年 12 月 31 日，公司募集资金累计投入 310 163.36 万元，其中 2012 年投入 250 567.14 万元，2013 年投入 27 931.57 万元，2014 年投入 31 664.65 万元。截至 2014 年 12 月 31 日，公司募集资金余额 14 171.86 万元，其中含扣除手续费后的利息净收入 4 806.52 万元	2012 年公司募集资金总额为 319 528.70 万元，截至 2013 年 12 月 31 日，公司募集资金累计投入 278 498.71 万元，其中 2012 年投入 250 567.14 万元，2013 年投入 27 931.57 万元。不存在募集资金变更项目情况	—	—
	除珠海格力集团财务有限责任公司（其为控股子公司，其他均为全资子公司）所处行业为金融服务业外，其他均为制造业	除珠海格力集团财务有限责任公司所处行业为金融服务业外，其他均为制造业	子公司经营全部盈利	—
	持有其他上市公司股权情况的说明：WANDACOMM-H SHS3 229 万股，2014 年收益 2 589 万元	—	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八、公司未来发展的展望	（一）以空调为主业。巩固家用空调市场，继续扩大市场份额；拓展国外市场，国外市场将逐步走向以自主品牌为主导的市场；依托家用空调基础延伸拓展商用空调领域，快速提高市场占有率	（一）未来发展战略 公司将继续坚持“自我发展，自主创新，自有品牌”的发展思路，坚持走专业化发展道路，加强产业纵深一体化，寻求横向发展相关（制冷暖通设备）多元化，逐步实现专业化中的产品多元化，依靠技术实力、品牌张力和渠道掌控力，力争2014年实现销售收入1 400亿元，并力求未来年均销售收入增长200亿元，早日实现五年再造一个“格力”的目标	—	—
	（二）以技术为导向的多元化发展方向。将格力空调、空气能热水器、净水机、TOSOT生活电器等全系产品进行齐套商务配套	（二）发展战略实施方案 1. 机制创新实施方案。明确创新的战略思想坚持“创新”战略思想，以“四个创新”（技术创新、管理创新、渠道创新、人才培养创新）为驱动力，建立创新机制；建立创新机制，打造创新平台；建立激励机制，营造创新氛围 2. 核心业务发展实施方案。家用空调继续保持行业龙头地位；商用空调以“创造精品空调”为目标；生活电器产品以“自主创新战略”为主及“跟进标杆创新战略”和“合作创新战略”为辅的技术创新战略 3. 人力资源实施方案。人才到位及时率提升计划；加强技工人才培养；完善员工激励体系；完善员工绩效管理体系；构建员工任职资格管理体系。 4. 科技实施方案。坚持“科技研发，按需投入，不设上限”的原则 5. 自动化战略规划实施方案 6. 标准化、通用化、信息化实施方案	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项目	2014 年	2013 年	分析：正影响	分析：负影响
八、公司未来发展的展望	（三）在主线不变的前提下，加大上游核心产业拓展。将电机、模具、电工产品及自动化设备机械制造打造成格力的特色产业	（三）发展战略保障方案 1. 人才智力保障；2. 创新机制保障；3. 自动化保障；4. 信息化保障	未来存在产业链上下游并购趋势	—
	（四）2015 年公司的经营重点：①以消费者需求为导向加强技术开发，加强智能家居研发力度；②加强营销创新，扩大市场份额；③坚定实施自动化战略，以“3～5 年实现无人车间为目标”，将精益生产和自动化设备有机结合起来，打造自动化的生产制造体系；④通过信息化优化企业管理流程；⑤加快发展上下游核心产业，培育新的业务增长点	（四）2014 年重点工作计划 1. 持续保持技术领先性，加大原创技术和产品研发力度；2. 建立全员参与的自主管理质量体系；3. 加快自动化、机械化转型，提高自动化设备研制能力；4. 加大信息化建设力度，提升公司管理水平；5. 加强制度建设，强化审计监督；6. 加强管理创新，实施模块化集团管理模式；7. 加强成本管理，提高经营效益；8. 深入开展定岗定编工作，确保人员配置合理化；9. 完善干部绩效考核，加强干部队伍建设；10. 加强员工技能培训，实施员工关爱工程	再生资源产业链、电子废弃物的深处理（比如贵金属提取）、废塑料的改性利用和报废汽车的拆解等领域延伸	—
九、未来发展面临的风险	（一）宏观经济波动及政策调控带来的风险：经济发展呈现新常态，从高速发展转为中高速发展。受宏观经济放缓的影响，消费者的需求也将随之下降，家电市场的需求可能出现疲软；因宏观经济环境变化和政策调整可能使得劳动力、水、电、气等生产要素成本出现波动，加之家电补贴政策的退出及新政尚未明确，将对公司产品的生产销售带来新的挑战	未来发展面临的主要风险来自于全球消费者需求放缓带来的不利影响	政策影响巨大	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	（二）行业竞争及营销变革带来的风险	—	—	—
	（三）大宗原材料价格及出口汇率波动带来的风险	—	—	—
十、与上年度财务报告相比，会计政策、会计估计和核算方法发生变化的情况说明	财政部于 2014 年新颁布及修订了《企业会计准则——基本准则》（修订）、《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》（修订）、《企业会计准则第 9 号——职工薪酬》（修订）、《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》（修订）、《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》（修订）、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（修订）、《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》、《企业会计准则第 40 号——合营安排》、《企业会计准则第 41 号——在其他主体中权益的披露》等企业会计准则，本公司根据新颁布及修订的企业会计准则对相关会计政策进行了调整	—	—	—
十一、与上年度财务报告相比，合并报表范围发生变化的情况说明	（一）本报告期新纳入合并财务报表范围的子公司：新增三家全资子公司，总出资额 2.5 亿元	（一）本报告期新纳入合并财务报表范围的子公司：新增四家全资子公司，总出资额 1.65 亿元	2014 年合并报表范围变动对经营影响不大	—
	（二）处置子公司：处置注销两家子公司	（二）处置子公司：处置注销一家子公司		
	（三）本报告期不再纳入合并财务报表范围的子公司：本公司之孙公司格力美国销售有限责任公司由于资金划转受到限制，本期未将其纳入合并范围	—		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项目	2014 年	2013 年	分析：正影响	分析：负影响
十二、公司利润分配及分红派息情况	根据公司董事会九届十八次会议决议，公司 2014 年度利润分配预案为：按公司总股本 3 007 865 439 股计，向全体股东每 10 股派发现金 30.00 元（含税），共计派发现金 9 023 596 317 元，余额转入下年分配；以资本公积金转增股本，按公司总股本 3 007 865 439 股为基数，向全体股东每 10 股转增 10 股	按公司总股本 3 007 865 439 股计，向全体股东每 10 股派发现金 15.00 元（含税），共计派发现金 4 511 798 158.50 元。按公司总股本 3 007 865 439 股计，向全体股东每 10 股派发现金 10.00 元（含税），共计派发现金 3 007 865 439.00 元	每年的利润分配稳步增加	—
十三、社会责任情况	略	略	—	—
十四、报告期内接待调研、沟通、采访等活动登记表	接待机构调研 24 次，215 家	多家机构	机构持续关注	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-6 2013～2014 年重要事项汇总表

项目	2014 年	2013 年
一、报告期内，公司无重大诉讼、仲裁事项	无	无
二、报告期内，公司没有发生控股股东及其他关联方非经营性资金占用情况	无	无
三、报告期内，公司没有收购及出售资产、吸收合并事项	无	无
四、报告期内，公司重大日常关联交易情况	两笔	两笔
五、报告期内，公司无托管、承包、租赁其他公司资产的事项	无	无
六、报告期内，公司无重大对外担保事项	无	无
七、报告期内，公司无委托他人进行现金资产管理事项	无	无
八、报告期内，公司或持股 5% 以上股东没有对外公开披露承诺事项	无	无
九、公司聘任、解聘会计师事务所的情况及支付报酬情况	续聘中审亚太会计师事务所有限公司为本公司 2014 年度审计机构。公司为 2014 年度审计支付给会计师事务所的报酬是 310 万元（不含差旅费）	续聘中审亚太会计师事务所有限公司为本公司 2013 年度审计机构。公司为 2013 年度审计支付给会计师事务所的报酬是 310 万元（不含差旅费）
十、报告期内，公司及董事、监事、高级管理人员、公司控股股东、实际控制人没有受到中国证监会稽查、行政处罚、通报批评、证券交易所公司公开谴责的情形	无	无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.6 股份变动及股东情况

表 5-7 为 2013～2014 年股份变动及股东情况汇总表（见 171 页）。

5.7 董事、监事、高级管理人员和员工情况

表 5-8 为 2013 ～ 2014 年董事、监事、高级管理人员和员工情况汇总表（见 172 页）。

5.8 公司治理

略。

5.9 内部控制

略。

5.10 财务报告

2013 年、2014 年，中审亚太会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。

5.10.1 资产负债表

表 5-9 为 2011 ～ 2014 年资产负债表汇总表（见 173 页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-7 2013～2014 年股份变动及股东情况汇总表

项目	2014 年	2013 年
一、股份变动情况	总股本未变化	总股本未变化
二、股票发行与上市情况	（一）2012 年公司公开发行 189 976 689 股，发行价格为 17.16 元 / 股，募集资金净额 3 195 287 006.87 元。公司本次增发的新股共计 189 976 689 股于 2012 年 2 月 3 日上市	与 2014 年年报表述一致
	（二）公司没有内部职工股	（二）公司没有内部职工股
	（三）公司股东情况：珠海格力集团有限公司持股 18.22%	与 2014 年年报表述一致
	（四）公司控股股东情况：格力集团是珠海市国企目前规模最大、实力最强的企业集团之一，跻身世界 500 强。2014 年预计实现营业收入 1 423 亿元，同比增长 15.6%；预计实现净利润 143 亿元，同比增长 30.22%。此外格力集团还承担了投资入股中航通用飞机公司等政府工程	（四）公司控股股东情况：格力集团是珠海市国企目前规模最大、实力最强的企业集团之一，跻身世界 500 强。2013 年预计实现营业收入 1 230 亿元，同比增长 20.04%；预计实现净利润 109 亿元，同比增长 43.81%。此外，格力集团还承担了投资入股中航通用飞机公司等政府工程
	（五）实际控制人与公司之间的产权和控制关系	（五）实际控制人与公司之间的产权和控制关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-8　2013 ～ 2014 年董事、监事、高级管理人员和员工情况汇总表

项目	2014 年	2013 年	分析
一、董事、监事、高级管理人员持股变动情况	未明显变化	未明显变化	—
二、董事、监事、高级管理人员任职情况	未明显变化	陈伟才先生 2013 年 9 月至今任公司副总裁	—
三、董事、监事、高级管理人员的报酬情况	—	—	—
四、报告期内被选举、离任的董事、监事，以及聘任或解聘高级管理人员的情况	独立董事朱恒鹏、钱爱民满六年辞任，聘任唐国平、王如竹为独立董事；许鹏辞任职工代表监事，职工代表大会选举王丽琴接任职工代表监事	报告期内，监事会主席陈辉因工作调动离任；选举许楚镇为第九届监事会主席	—
五、报告期内核心技术团队或关键技术人员变动情况（非董事、监事，高级管理人员）	公司核心技术团队或关键技术人员（非董事、监事，高级管理人员）等对公司核心竞争力有重大影响的人员稳定	公司核心技术团队或关键技术人员等对公司核心竞争力有重大影响的人员稳定	—
六、公司员工情况	（一）员工专业构成：截至 2014 年 12 月 31 日，公司在职员工 71 419 人，科研人员 6 594 人，占 9.23%	（一）员工专业构成：截至 2013 年 12 月 31 日，公司在职员工 72 150 人，科研人员 5 729 人，占 7.94%	总人数小幅减少，但科研人员数量和比重增加，对保持技术优势有利
	（二）员工教育程度：硕士以上 755 人，占 1.06%	（二）员工教育程度：硕士以上 496 人，占 0.69%	高学历人才增加明显
	（三）公司需承担费用的退休人员 251 人	（三）公司需承担费用的退休人员 237 人	—
	（四）员工薪酬政策	（四）员工薪酬政策	—
	（五）员工培训计划：截至 2014 年年底，公司已拥有公司级内部讲师 150 余名（不含各单位二三级讲师）；2014 年，格力电器仅总部就累计开展培训 12 600 多场，培训近 40 万人次，累计培训学时约 140 万小时	（五）员工培训计划：2013 年实现全年培训对象覆盖率 100%，全员参与培训，年度实施各类培训超过 10 500 场	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-9 2011 ～ 2014 年资产负债表汇总表 （单位：万元）

报告日期	2014.12.31	2013.12.31	2012.12.31	2011.12.31
货币资金	5 454 567	3 854 168	2 894 392	1 604 081
衍生金融资产	8 418	124 611	26 346	1 649
应收票据	5 048 057	4 629 724	3 429 217	3 366 509
应收账款	266 135	184 928	147 487	122 679
预付款项	159 149	149 865	173 971	231 562
应收利息	124 215	72 956	71 087	24 274
其他应收款	38 060	34 642	29 036	63 448
存货	859 910	1 312 273	1 723 504	1 750 311
其他流动资产	55 838	10 085	13 724	11 049
流动资产合计	12 014 348	10 373 252	8 508 765	7 175 561
发放贷款及垫款	644 170	456 546	208 890	—
可供出售金融资产	215 010	80 593	55 491	—
长期股权投资	9 221	9 757	2 816	1 688
投资性房地产	50 790	50 306	20 801	19 763
固定资产原值	2 043 087	1 848 414	1 643 359	1 070 362
累计折旧	547 162	444 312	372 501	298 538
固定资产净值	1 495 925	1 404 102	1 270 858	771 824
固定资产减值准备	1 997	688	819	910
固定资产	1 493 928	1 403 414	1 270 039	770 914
在建工程	125 435	186 168	230 432	217 166
固定资产清理	772	629	11	62
无形资产	248 029	237 018	163 527	162 216
长期待摊费用	2 095	4 267	4 809	4 816
递延所得税资产	819 296	568 261	291 109	168 973
非流动资产合计	3 608 747	2 996 958	2 247 925	1 345 598
资产总计	15 623 095	13 370 210	10 756 690	8 521 159
短期借款	357 877	331 697	352 064	273 929
向中央银行借款	1 746	3 741	—	—
吸收存款及同业存放	80 651	54 227	8 108	5 134
拆入资金	—	30 000	—	20 000
衍生金融负债	21 570	—	—	—
应付票据	688 196	823 021	798 358	1 064 412
应付账款	2 678 495	2 743 449	2 266 501	1 563 636
预收账款	642 772	1 198 643	1 663 011	1 975 269
卖出回购金融资产款	58 600	18 600	35 000	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

报告日期	2014.12.31	2013.12.31	2012.12.31	2011.12.31
应付职工薪酬	155 050	164 016	135 767	72 943
应交税费	830 887	615 749	252 210	−67 957
应付利息	3 618	2 548	2 020	1 659
应付股利	71	71	71	71
其他应付款	254 638	479 378	544 161	333 644
一年内到期的非流动负债	206 149	92 345	251 376	217 662
其他流动负债	4 858 531	3 091 637	1 574 388	958 899
流动负债合计	10 838 852	9 649 121	7 883 036	6 419 302
长期借款	225 897	137 535	98 446	258 220
递延所得税负债	25 685	32 894	16 041	4 317
其他非流动负债	—	3 992	1 147	1 605
非流动负债合计	271 098	174 421	115 634	264 142
负债合计	11 109 950	9 823 543	7 998 670	6 683 444
实收资本（或股本）	300 787	300 787	300 787	281 789
资本公积	319 127	317 611	318 718	11 017
盈余公积	295 809	295 809	295 809	250 108
一般风险准备	13 636	4 711	759	565
未分配利润	3 484 132	2 539 556	1 757 228	1 215 550
外币报表折算差额	—	−194	1 013	1 658
归属于母公司股东权益合计	4 415 265	3 458 281	2 674 313	1 760 687
少数股东权益	97 880	88 387	83 707	77 029
所有者权益（或股东权益）合计	4 513 145	3 546 668	2 758 020	1 837 715
负债和所有者权益（或股东权益）总计	15 623 095	13 370 210	10 756 690	8 521 159

5.10.2 利润表

表 5-10 为 2011 ～ 2014 年利润表汇总表。

表 5-10 2011 ～ 2014 年利润表汇总表 （单位：万元）

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
营业总收入	14 000 539	12 004 307	10 011 011	8 351 725
营业收入	13 775 036	11 862 795	9 931 620	8 315 547
利息收入	225 405	141 477	79 375	36 175
手续费及佣金收入	98	36	17	3
营业总成本	12 325 898	10 948 793	9 231 019	7 900 848

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
营业成本	8 802 213	8 038 594	7 320 308	6 813 212
利息支出	70 976	49 196	23 066	1 787
手续费及佣金支出	33	26	27	21
营业税金及附加	136 242	95 617	58 995	49 791
销售费用	2 889 000	2 250 893	1 462 623	805 041
管理费用	481 817	508 957	405 581	278 327
财务费用	−94 224	−13 731	−46 135	−45 271
资产减值损失	39 842	19 239	6 554	−2 059
公允价值变动收益	−138 155	99 056	24 688	−5 751
投资收益	72 436	71 734	−2 049	9 109
对联营企业和合营企业的投资收益	−360	286	873	−491
汇兑收益	—	−3	0	−6
营业利润	1 608 923	1 226 301	802 631	454 231
营业外收入	70 606	68 420	76 038	184 579
营业外支出	4 286	5 529	2 398	5 953
非流动资产处置损失	1 506	378	1 429	702
利润总额	1 675 243	1 289 192	876 271	632 856
所得税费用	249 948	195 617	131 678	103 122
净利润	1 425 295	1 093 576	744 593	529 734
归属于母公司所有者的净利润	1 415 517	1 087 067	737 967	523 694
少数股东损益	9 779	6 508	6 626	6 040
基本每股收益（元）	4.71	3.61	2.47	1.86
稀释每股收益（元）	4.71	3.61	2.47	1.86

5.10.3 现金流量表

表 5-11 为 2011 ～ 2014 年现金流量表汇总表。

表 5-11 2011 ～ 2014 年现金流量表汇总表 （单位：万元）

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	8 553 445	7 021 140	7 007 712	5 275 464
客户存款和同业存放款项净增加额	26 425	46 119	2 974	−38 886
向中央银行借款净增加额	−1 996	3 741	—	—
向其他金融机构拆入资金净增加额	−30 000	13 600	15 000	−81 800

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
收取利息、手续费及佣金的现金	201 528	128 448	76 559	39 390
回购业务资金净增加额	40 000	—	—	—
收到的税费返还	51 158	46 853	132 256	95 697
收到的其他与经营活动有关的现金	213 437	303 246	320 668	385 183
经营活动现金流入小计	9 053 997	7 563 147	7 555 168	5 675 048
购买商品、接受劳务支付的现金	3 881 690	3 858 873	4 044 616	4 371 703
客户贷款及垫款净增加额	191 905	256 208	215 359	−293 663
存放中央银行和同业款项净增加额	182 685	149 189	2 487	−159 583
支付利息、手续费及佣金的现金	70 295	49 002	19 851	2 213
支付给职工以及为职工支付的现金	573 024	496 395	448 636	384 559
支付的各项税费	1 333 436	817 129	516 252	419 453
支付的其他与经营活动有关的现金	927 045	639 367	467 093	614 750
经营活动现金流出小计	7 160 080	6 266 163	5 714 293	5 339 432
经营活动产生的现金流量净额	1 893 917	1 296 984	1 840 875	335 616
收回投资所收到的现金	66 000	32 752	100 557	132 337
取得投资收益所收到的现金	4 470	24 135	4 729	22 022
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	249	121	47	619
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	175	—	—	—
收到的其他与投资活动有关的现金	66 107	43 440	690	77 113
投资活动现金流入小计	137 001	100 447	106 023	232 091
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	177 731	246 147	360 241	477 774
投资所支付的现金	233 050	70 407	155 836	24 910
支付的其他与投资活动有关的现金	12 434	2 493	11 199	6 134
投资活动现金流出小计	423 215	319 046	527 276	508 818
投资活动产生的现金流量净额	−286 214	−218 599	−421 252	−276 727
吸收投资收到的现金	—	—	319 787	26
取得借款收到的现金	1 037 665	498 791	376 302	491 049
收到其他与筹资活动有关的现金	23 562	199 670	112 792	—
筹资活动现金流入小计	1 061 227	698 461	808 881	491 075
偿还债务支付的现金	780 068	623 384	559 719	161 461
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	467 591	317 474	167 382	97 691
支付其他与筹资活动有关的现金	—	—	258	311 383
筹资活动现金流出小计	1 247 659	940 858	727 359	570 535

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

会计年度	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
筹资活动产生的现金流量净额	−186 431	−242 398	81 522	−79 460
汇率变动对现金及现金等价物的影响	3 457	−47 118	2 022	−16 597
现金及现金等价物净增加额	1 424 729	788 870	1 503 166	−37 169
加：期初现金及现金等价物余额	2 925 918	2 137 049	633 883	671 052
期末现金及现金等价物余额	4 350 647	2 925 918	2 137 049	633 883
净利润	1 425 295	1 093 576	744 593	529 734
资产减值准备	39 842	19 239	6 554	−2 059
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性物资折旧	127 571	114 576	88 280	58 313
无形资产摊销	5 500	4 911	6 857	3 073
长期待摊费用摊销	2 615	3 530	2 700	1 879
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1 360	176	1 233	702
公允价值变动损失	138 155	−99 056	−24 688	5 751
财务费用	28 316	62 193	15 449	−1 613
投资损失	−72 436	−71 734	2 049	−9 109
递延所得税资产减少	−251 156	−276 282	−122 881	−15 493
递延所得税负债增加	−7 812	16 988	11 361	315
存货的减少	457 162	404 769	23 485	−591 673
经营性应收项目的减少	−597 929	−1 518 181	−248 948	−139 296
经营性应付项目的增加	796 660	1 912 856	1 238 026	532 308
其他	−199 228	−370 577	96 805	−37 215
经营活动产生现金流量净额	1 893 917	1 296 984	1 840 875	335 616
现金的期末余额	4 350 647	2 925 918	2 137 049	633 883
现金的期初余额	2 925 918	2 137 049	633 883	671 052
现金及现金等价物的净增加额	1 424 729	788 870	1 503 166	−37 169

1. 报表附注

（1）报表附注，表 5-12 为 2013 ～ 2014 年报表附注汇总表。

表 5-12 2013 ～ 2014 年报表附注汇总表

项目	2014 年	2013 年
1. 公司基本情况	略	略
2. 合并报表的范围	略	略
3. 财务报表的编制基础	略	略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项目	2014 年	2013 年
4. 遵循企业会计准则的声明	略	略
5. 公司主要会计政策、会计估计和前期差错		
关键会计政策——套期保值	衍生工具和嵌入衍生工具于相关合同签署日以公允价值进行初始计量，并以公允价值进行后续计量。衍生工具的公允价值变动计入当期损益。对包含嵌入衍生工具的混合工具，如未指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产或金融负债，嵌入衍生工具与该主合同在经济特征及风险方面不存在紧密关系，且与嵌入衍生工具条件相同，单独存在的工具符合衍生工具定义的，嵌入衍生工具从混合工具中分拆，作为单独的衍生金融工具处理。无法在取得时或后续的资产负债表日对其进行单独计量的，则将混合工具整体指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产或金融负债	本公司以主要原材料作为被套期项目，以远期合约作为套期工具进行套期保值，以规避现金流量变动造成的风险 1. 套期保值业务确认的条件 ①在套期开始时，公司对套期关系（即套期工具和被套期项目之间的关系）有正式指定，并准备了关于套期关系、风险管理目标和套期策略的正式书面文件。该文件至少载明了套期工具、被套期项目、被套期风险的性质以及套期有效性评价方法等内容。套期必须与具体可辨认并被指定的风险有关，且最终影响企业的损益；②该套期预期高度有效，且符合企业最初为该套期关系所确定的风险管理策略；③对预期交易的现金流量套期，预期交易应当很可能发生，且必须使企业面临最终将影响损益的现金流量变动风险；④套期有效性能够可靠地计量；⑤公司应当持续地对套期有效性进行评价，并确保该套期在套期关系被指定的会计期间内高度有效 2. 套期保值的计量 套期工具以套期交易合同签订当日的公允价值计量，并以其公允价值进行后续计量。公允价值为正数的套期工具确认为其他流动资产，公允价值为负数的套期工具确认为其他流动负债。具体会计处理略
6. 税项	大部分子公司享受高新技术企业优惠政策，所得税率 15%	大部分子公司享受高新技术企业优惠政策，所得税率 15%

（2）重要会计科目说明（见表 5-13）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-13 重要会计科目说明

（单位：万元）

合并财务报表重要项目注释报表重要项目的说明	2014 年	2013 年	2012 年	2014/2013 年增减幅（%）	2013/2012 年增减幅（%）	分析：正影响	分析：负影响
1. 资产负债表							
货币资金	5 454 567	3 854 168	2 894 392	42	33	1. 货币资金持续增加，回款充分 2. 货币资金充沛	—
衍生金融资产	8 418	124 611	26 346	−93	373	为规避出口收汇及进口付汇的汇率风险，公司与银行开展远期结/售汇及相关组合业务	可能产生当期损益的较大波动
应收票据	5 048 057	4 629 724	3 429 217	9	35	—	—
应收账款	266 135	184 928	147 487	44	25	—	应收账款增幅高于收入增幅
账龄分析	1 年内 99%	1 年内 99%	—	—	—	—	—
前五大客户	前五名汇总金额为 118 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 37.67%	前五名汇总金额为 67 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 33.39%	—	—	—	—	—
预付款项	159 149	149 865	173 971	6	−14	—	—
应收利息	124 215	72 956	71 087	70	3	存款利息	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

合并财务报表重要项目注释报表重要项目的说明	2014 年	2013 年	2012 年	2014/2013 年增减幅（%）	2013/2012 年增减幅（%）	分析：正影响	分析：负影响
其他应收款	38 060	34 642	29 036	10	19	—	—
往来款	21 737	21 228	—	2	—	—	—
套期保值资金	20 719	17 016	—	22	—	—	—
存货	859 910	1 312 273	1 723 504	−34	−24	收入增加，存货减少，管理水平提高	—
其他流动资产	55 838	10 085	13 724	454	−27	—	增加次级债券 4 亿元
发放贷款及垫款	644 170	456 546	208 890	41	119	资金充沛，财务公司资金用于贷款	—
可供出售金融资产	215 010	80 593	55 491	167	45	—	按公允价值计量的可供出售权益工具 2014 年增加 13 亿元
长期股权投资	9 221	9 757	2 816	−5	246	对外股权投资小	—
投资性房地产	50 790	50 306	20 801	1	142	—	—
固定资产原值	2 043 087	1 848 414	1 643 359	11	12	—	—
累计折旧	547 162	444 312	372 501	23	19	—	—
固定资产净值	1 495 925	1 404 102	1 270 858	7	10	—	—
固定资产减值准备	1 997	688	819	190	−16	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定资产	1 493 928	1 403 414	1 270 039	6	11	—	—
在建工程	125 435	186 168	230 432	−33	−19	—	—
无形资产	248 029	237 018	163 527	5	45	—	—
长期待摊费用	2 095	4 267	4 809	−51	−11	—	—
递延所得税资产	819 296	568 261	291 109	44	95	—	—
资产总计	15 623 095	13 370 210	10 756 690	17	24	—	—
短期借款	357 877	331 697	352 064	8	−6	—	—
向中央银行借款	1 746	3 741	—	−53	0	—	—
吸收存款及同业存放	80 651	54 227	8 108	49	569	—	—
拆入资金	0	30 000	0	−100	0	—	—
衍生金融负债	21 570	0	0	0	0	—	—
应付票据	688 196	823 021	798 358	−16	3	—	—
应付账款	2 678 495	2 743 449	2 266 501	−2	21	高应付账款，与供应商有强的竞争地位，资金地位强	—
预收账款	642 772	1 198 643	1 663 011	−46	−28	预收账款越高，与客户有强的竞争地位	预收账款环比下降，预示销售未来可能减缓，利润调节空间变小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

合并财务报表重要项目注释报表重要项目的说明	2014 年	2013 年	2012 年	2014/2013 年增减幅（%）	2013/2012 年增减幅（%）	分析：正影响	分析：负影响
卖出回购金融资产款	58 600	18 600	35 000	215	−47	—	—
应付职工薪酬	155 050	164 016	135 767	−5	21	—	—
应交税费	830 887	615 749	252 210	35	144	—	—
应付利息	3 618	2 548	2 020	42	26	—	—
应付股利	71	71	71	0	0	—	—
其他应付款	254 638	479 378	544 161	−47	−12	—	—
一年内到期的非流动负债	206 149	92 345	251 376	123	−63	—	—
其他流动负债	4 858 531	3 091 637	1 574 388	57	96	销售返利越高，原因可能是与客户有强的竞争地位	收入增幅低于销售返利增幅，可能是销售返利幅度增加
长期借款	225 897	137 535	98 446	64	40	—	—
长期应付职工薪酬	10 672	9 292		15	0	—	—
长期递延收益	8 844	3 992	1 147	122	248	—	—
递延所得税负债	25 685	32 894	16 041	−22	105	—	—
实收资本（或股本）	300 787	300 787	300 787	0	0	—	—
资本公积	319 127	317 611	318 718	0	0	—	—
盈余公积	295 809	295 809	295 809	0	0	—	—
一般风险准备	13 636	4 711	759	189	521	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未分配利润	3 484 132	2 539 556	1 757 228	37	45	—	—
2. 利润表						—	—
营业收入	13 775 036	11 862 795	9 931 620	16	19	—	—
利息收入	225 405	141 477	79 375			—	—
营业成本	8 802 213	8 038 594	7 320 308	9	10	—	—
利息支出	70 976	49 196	23 066	44	113	—	—
营业税金及附加	136 242	95 617	58 995	42	62	—	—
销售费用	2 889 000	2 250 893	1 462 623	28	54	—	—
管理费用	481 817	508 957	405 581	−5	25	—	—
财务费用	−94 224	−13 731	−46 135	586	−70	—	—
资产减值损失	39 842	19 239	6 554	107	194	—	—
公允价值变动收益	−138 155	99 056	24 688	−239	301	—	衍生金融工具公允价值变动损失
投资收益	72 436	71 734	−2 049	1	−3 601	—	衍生金融工具取得的投资收益
对联营企业和合营企业的投资收益	−360	286	873	−226	−67	—	—
营业利润	1 608 923	1 226 301	802 631	31	53	—	—
营业外收入	70 606	68 420	76 038	3	−10	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

合并财务报表重要项目 注释报表重要项目的说明	2014 年	2013 年	2012 年	2014/2013 年 增减幅（%）	2013/2012 年 增减幅（%）	分析：正影响	分析：负影响
营业外支出	4 286	5 529	2 398	−22	131	—	—
非流动资产处置损失	1 506	378	1 429	298	−74	—	—
利润总额	1 675 243	1 289 192	876 271	30	47	—	—
所得税费用	249 948	195 617	131 678	28	49	—	—
净利润	1 425 295	1 093 576	744 593	30	47	—	—
归属于母公司所有者的净利润	1 415 517	1 087 067	737 967	30	47	—	—
少数股东损益	9 779	6 508	6 626	50	−2	—	—
3. 现金流量表						—	—
经营活动产生的现金流量净额	1 893 917	1 296 984	1 840 875	46	−30	—	—
投资活动产生的现金流量净额	−286 214	−218 599	−421 252	31	−48	—	—
筹资活动产生的现金流量净额	−186 431	−242 398	81 522	−23	−397	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）其他，表 5-14 为 2012 ～ 2014 年其他事项汇总表。

表 5-14 2012 ～ 2014 年其他事项汇总表

项目	2014 年	2013 年	2012 年	分析：正影响	分析：负影响
8. 合并范围的变更	无重大变化	无重大变化	无重大变化	—	—
9. 在其他主体中的权益	—	—	—	—	—
10. 与金融工具相关的风险					
信用风险	截至报告期末，本公司的应收账款、预付款项、其他应收款三项合计占资产总额的 2.97%（上年末为 2.76%），且上述款项主要为一年以内，本公司并未面临重大信用风险	—	—	—	—
流动性风险	期末“金融资产”与“金融负债”的比例为 1.19。由此可见，本公司流动性充足，流动性短缺的风险较小	—	—	—	—
11. 公允价值	—	—	—	—	—
12. 关联方及关联交易	关联单位采购额度小；关联单位销售占同类交易额 13.59%	关联单位采购额度小；关联单位销售占同类交易额 12.77%	—	整体比重大，波动不大	—
13. 股份支付	无	—	—	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

项目	2014 年	2013 年	2012 年	分析：正影响	分析：负影响
14. 或有事项说明	美国格力有限公司起诉公司和公司的子公司香港格力电器有限公司，要求赔偿 MJC 损失 USD1.5 亿元。该诉讼案件于 2015 年 4 月 21 日开庭，案件尚未有审理结果。律师认为该诉讼案件情况目前尚无法预计	美国格力有限公司（GREE USA INC）的股东 MJC（又名 Soleus）起诉公司和公司的子公司香港格力电器有限公司（HK GREE ELECTRIC APPLIANCES），要求赔偿 MJC 损失 USD1.5 亿元。目前案件尚处于诉讼文件送达及庭前准备阶段，尚未判决	—	整体影响不大	存在诉讼赔偿风险，最大金额约 10 亿元人民币
15. 承诺事项	无须要披露的重大承诺事项	—	—	—	—
16. 资产负债表日后事项的说明	公司 2014 年度利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金 30.00 元（含税），向全体股东每 10 股转增 10 股	—	—	—	—
17. 其他事项	无重大影响事项	—	—	—	—
18. 母公司财务报表主要项目注释	无重大影响事项	—	—	—	—
19. 补充资料	无重大影响事项	—	—	—	—
20. 财务报告的批准	无重大影响事项	—	—	—	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.11 备查文件目录

略。

5.12 对格力电器的整体分析

5.12.1 收入和利润分析

1. 收入分析

从会计政策来看，确认收入的原则是“在本公司已将商品所有权上的主要风险和报酬转移给购货方，并不再对该商品保留通常与所有权相联系的继续管理权和实施有效控制，且相关的已发生或将发生的成本能够可靠地计量的情况下，确认为收入的实现”。

从业务和地区分布看，按产品分析，空调、生活电器、其他营业收入和毛利率均在增长；按地区分析，2014 年外销收入下降。格力电器外销业务做得一般，未有明显突破。

从收入的天花板分析。年报中提及“2014 年家用电器行业主营业务收入 14 139.1 亿元，累计同比增长 10.0%，与 2013 年 14.2% 的增速相比明显趋缓”，这是个非常值得关注的市场信号，传统家电业务可能面临下滑趋势，进入成熟期的后段。

从关联交易收入的公允性看，关联单位采购额度小，2014 年关联单位销售占同类交易额 13.59%，2013 年占 12.77%。波动不大。

从收入增长趋势看，格力电器近年来收入不断增长，2014 年实现营业总收入 1 400 亿元，同比增幅 16%；2013 年实现营业总收入 1 200 亿元，同比增幅 19%。

从未来收入增长点来看，可能有增长的方面包括：国外市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拓展；格力空调、空气能热水器、净水机、TOSOT 生活电器等全系产品进行齐套商务配套；再生资源产业链、电子废弃物的深处理（比如贵金属提取）、废塑料的改性利用和报废汽车的拆解等领域延伸；格力智能手机，公司期望手机销售量最终能够超过 5 000 万部。

从收入的同行业公司比较看，格力电器营业收入基本与美的在同一水平线上；营业收入增长由于基数大，已属不易，青岛海尔增长率最低，老板电器基数小，相应增长率高（见表 5-15）。

表 5-15 2014 年同行业公司营业收入和营收增长率对比表

同行业公司	2014 年营业收入（亿元）	2014 年营业收入增长率（%）	销售毛利率（%）
格力电器	1 378	16	36
美的集团	1 416	17	25
老板电器	36	35	57
青岛海尔	888	3	28

2. 利润分析

首先，几个需要关注的重大会计处理事项如下。

（1）衍生品投资。年报中披露的非经常性损益中出现大幅波动，2013 年对利润正贡献近 20 亿元，2014 年为负贡献。除了政府补贴未发生明显变化外，主要的原因是持有交易性金融资产负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产负债和可供出售金融资产取得的投资收益变化，2014 年亏损 6.5 亿元（对应利润表中的公允价值变动损益和投资收益），2013 年盈利 17 亿元（对应利润表中的公允价值变动损益和投资收益），需关注。

其在年报中投资状况分析中提到 2014 年衍生品投资情况：期货合约套保报告期内损益为 1 045.53 万元，远期外汇合约报告期内损益为 −70 845.82 万元。2013 年期货合约套保报告期内损益为 −2 627.53 万元，远期外汇合约报告期内损益为 166 318.72 万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该笔衍生品投资业务和会计处理相对晦涩，是针对汇率波动采取的保值手段。一是远期结售汇业务：对应未来的收付汇金额与时间，与境内银行签订远期结售汇（DF）合约，锁定未来收汇的结汇汇率或未来付汇的购汇汇率。或者公司境外子公司（香港格力电器销售有限公司）与境外银行签订无本金远期交割（NDF）合约或香港市场人民币远期合约（CNH）。此类业务的期限通常是两年以内。第二种是 DF+NDF/CNH+NDF/CNH+DF：对应未来的收汇金额与时间，与境内银行签订远期结汇合约，同时公司境外子公司（香港格力电器销售有限公司）与境外银行签订同一金额、同一到期日的 NDF 购汇，以锁定收益，规避汇率风险。此类业务的期限通常是两年以内，收益率约为 0.5% ～ 1%。对于单边远期结汇业务，如果到期日美元 / 人民币汇率大于合约汇率，则该笔合约将产生亏损。对于单边远期购汇业务，如果到期日美元 / 人民币汇率小于合约汇率，则该笔合约将产生亏损。

对于不配远期购汇业务的内保外贷操作、预付款融资，如果到期日人民币汇率高于方案所锁定的结汇汇率，则方案将会产生亏损，但优点是能够用高于远期汇率的价格锁定未来应收款的结汇汇率。对于配远期购汇业务的内保外贷操作、海外代付、预付款融资，不存在市场风险。

（2）潜在风险和损失。美国格力有限公司起诉，要求赔偿损失 1.5 亿美元。该诉讼案件于 2015 年 4 月 21 日开庭，案件尚未有审理结果。若败诉，格力将承担相应的损失。

（3）研发投入。2014 年公告称，格力电器的研发支出不设上限，公司在四年内三次荣获国家级“科学技术奖励”，拥有 12 项“国际领先”的自主创新科技成果，近几年来的科研投入均有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数十亿元。但资产负债表中无研发支出公布，2013 年和 2014 年年报中无形资产增加的主要是土地使用权，仅有很小金额的专利权增加，说明资本化的研发支出很少，估计很多在费用化的研发支出。

根据会计准则的规定，研发费用按照不同的条件可以费用化计入当期损益，或资本化形成资产，在以后年度内分期摊销计入损益。目前从公开资料来看，格力电器在研发费用的处理上基本是计入当期费用，一方面，说明保持目前的利润增幅的前提下，消化了全部的研发费用；另一方面，当企业经营下滑时，可以部分研发费用资本化来保证利润的增长。好处是，格力电气利润高，可以消化此部分费用。

其次，我们看到了格力利润的弹性。预收账款和研发费用对利润的弹性调节能力，可以在一定程度上在企业经营下滑时给予补充；目前存在的衍生品投资波动性影响，和一项诉讼的潜在损失，相对金额占比还较小，日常生产经营活动产生的利润可以覆盖上述可能的损失。

从利润增长趋势看，格力电器近年来利润不断增长，近三年的利润增幅都保持在了 30% 以上。2014 年净利润 142 亿元，同比增长 30%。

从同行业比较分析看，格力电器的净资产收益率、每股收益、归属于母公司净利润水平明显高于其他竞争对手。对比利润指标，说明格力电器的盈利能力明显较高，利润的增幅水平由于基数高，低于美的集团，但明显高于青岛海尔。如与青岛海尔相比，各项指标明显胜出（见表 5-16）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-16 2014 年同行业公司利润和利润增长率对比表

同行业公司	净资产收益率（%）	每股收益（元）	归属于母公司净利润（亿元）	2014 年利润增长率（%）
格力电器	35	4.71	142	30
美的集团	30	2.49	105	98
老板电器	26	1.8	5.7	49
青岛海尔	28	1.7	50	20

5.12.2 辅助性财务指标

1. 毛利率

家电制造毛利率 39.11%，毛利率同比增加 5.02%，毛利率上升的主要原因是成本控制力的不断加强。

2014 年原材料成本 652 亿元，占营业成本比重 87%，比 2013 年比重 90% 下降 3%；原材料比重下降，可能是集中采购影响或套期保值影响。

投资者也要提前思考毛利率的天花板，由于成本控制的极限，导致毛利率上升必有个极限，达到后，毛利率很难继续提高，彼时对利润将有较强的制约作用。

2. 资产负债率

格力电器的资产负债率一直保持在 70% ~ 80% 之间，属于相对高负债经营的企业，也属于成熟期企业财务战略的合理选择，充分利用了财务杠杆，也保持了相对较高的净资产收益率。

同时也是由于格力电器很强的市场地位，应付账款和预收账款等处于高水平，利用合作伙伴的资金进行融资，并非实质意义上的高负债经营。

2014 年有息银行债务 58 亿元，不足总资产的 4%；同时贷款利率水平处于降息通道，格力电器 2015 ~ 2016 年的财务费用仍会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对减少。

3. **净资产收益率**

2014 年加权净资产收益率达到 35%，处于高收益水平。

4. **经营性现金流**

2014 年经营性现金流净额 189 亿元，每股经营现金流 6.3 元，处于较高水平。

5. **应收账款和预收账款**

预收账款从某种程度上来说，是企业利润的调节因素，以丰补歉，但近几年预收账款金额不断下降，2014 年格力电器的预收账款 62 亿元，同比下降了 46%，预收账款占营业收入的比重也由 2013 年的 10% 下降到 2014 年的 5%，说明市场竞争激烈，企业在对下游厂商的强弱关系正在发生变化，不能再像以前年度一样占用下游企业的大量资金资源，企业未来调节利润空间缩小。

应收账款不断增加，2014 年达到 27 亿元，同比增加了 44%，大大超过了收入的增幅，企业回款时间拉长了。

5.12.3 辅助性管理指标

1. **基本面**

近年来，中国家电行业整体发展平稳，但受产品结构调整和竞争结构等因素影响，白色家电成为家电行业中增长最快的品种。

竞争也在不断地加剧。2015 年，小米和美的智能空调开展合作，抢占智能家居入口。首款合作产品“i 青春”智能空调 2015 年 6 月底亮相。这款智能空调支持蓝牙、WiFi 连接，能够跟小米手环、智能家庭套装实时联动，达到智能控温的目的。与传统空调的营销推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广模式不同，“i 青春”智能空调上市后还将通过小米智能家庭 APP 和小米社区开展试用活动，优先提供给“米粉”使用测评，建立起全新用户体验、物联交互机制。未来双方将通过“制造业巨头 + 互联网先锋”的联合共建物联智能生态圈。

2. 技术研发能力

格力电器目前拥有两个国家级技术研究中心、一个省级企业重点实验室、6 个研究院（制冷技术研究院、机电技术研究院、家电技术研究院、自动化研究院、新能源环境技术研究院、健康技术研究院）、52 个研究所、570 多个实验室；累计申请技术专利 14 000 多项，其中申请发明专利近 5 000 项。仅 2014 年申请专利 4 100 多项，平均每天 11 项专利问世。可见，格力的技术研发能力应属行业一流。

3. 业务专一性

这点非常难能可贵，从年报中的业务信息看，尽管手中现金充沛，却没有一分钱投入到非家电行业，专一性战略保证公司能持久保持对行业的专注力和龙头地位。

4. 管理层

管理层稳定，战略定位清晰，业务拓展非常谨慎，对于产业链上下游多合作，减少兼并；对于投资未达目标的项目，清理撤销；海外拓展目前不顺利，未来仍有潜力。

5. 商业模式

年报信息显示，格力高度关注智能家居的发展，认为预计 2015 年我国智能家居将迎来发展高峰期，智能家居将成为家电行业突破发展瓶颈的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成立电商团队，开设格力天猫官方旗舰店，并于 2014 年 12 月 1 日，正式启动格力官方电商渠道“格力商城”。

6. 主要客户

格力未公布前五大客户的名称，但公布了分别的销售收入和占公司年度销售收入比例，前五大客户合计销售额 428 亿元，占总体的 31%，比去年略有增长。

7. 竞争对手和市场排名

从市场排名看。以中央空调为例，2014 年格力电器年报未披露市场占有率。《暖通空调资讯》发布的《2014 年度中国中央空调市场发展报告》显示，2014 年度，报告中列举的六个本土中央空调品牌，其中，格力以 16.7% 的市场占有率蝉联行业第一，美的以 10.9% 屈居第二，超过了其他国内家电品牌和传统欧美品牌。2013 年格力电器年报公告称 2013 年公司中央空调国内市场占有率为 15.7%。格力电器的市场占有率仍是上升。

5.12.4 收入和利润增长率分析

从表 5-17 可看到，从增长率角度看，2012 ～ 2013 年的格力电器属于较典型的 I-3 象限白马股的特征，收入增幅低于 2001 年和 2011 年，但利润高速增长；但进入 2014 年以后，面临了诸多的压力，属于 I-4 象限的公司，虽然收入和利润仍保持相对高速增长，但增速比前两年的高速增长已有所放缓。

表 5-17 2010 ～ 2014 年收入和利润增长率汇总表 （%）

成长能力指标	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入同比增长	16	19	19	38	42
归属净利润同比增长	30	47	41	22	47

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来面临的外部竞争压力巨大。主要来源于需求的增长放缓的新常态。受宏观经济放缓的影响，消费者的需求也将随之下降，家电市场的需求可能出现疲软；因宏观经济环境变化和政策调整可能使得劳动力、水、电、气等生产要素成本出现波动，加之家电补贴政策的退出及新政尚未明确，将对公司产品的生产销售带来新的挑战。

内部压力并不突出，格力电器凭借产业链的优势地位、内部强管理水平、成本控制水平、财务弹性、制约性问题小且可控，短期利润不会出现大的下滑。

2015 年 6 月 1 日，格力电器举办了 2014 年度股东大会，格力电器定位 2015 年为调整年，不再强调收入规模增长：在艰难的市场之下，放弃不合理的目标，去建立顺应环境的目标，有利于公司健康发展。也将降低公司为了盲目追求收入规模而引起价格战的可能性。提出发展能源管理，格力智能家居发展方向，仍是以发展能源管理为核心。推广格力手机，定位为切入家庭能源管理的控制器，并可通过电商平台完成导流与后续服务跟踪。

5.12.5 投资价值判断

曾经：格力电器是一家简单的公司，一眼看透的公司，定位清晰，专注主业，保持持续高速增长。从以往年度财务指标上看，即使在销售下滑的 2008 年和 2009 年，格力电器都有很强的利润调节能力，这一切源于它的特有的产品、特有的市场地位和成本管控能力，以及特有的财务特点（高预收账款，研发费用的费用化），每年利润保持稳定的增长，且在大部分年度，利润增幅高于收入增幅，具有典型的第 I 象限白马股特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于这种股票，投资者唯一做的就应该是坚定持有。从日线、月线上看，格力电器存在很多交易性机会，但从年线来看，持有是最简单的投资方式，也是最有效的投资方式（见图 5-1）。

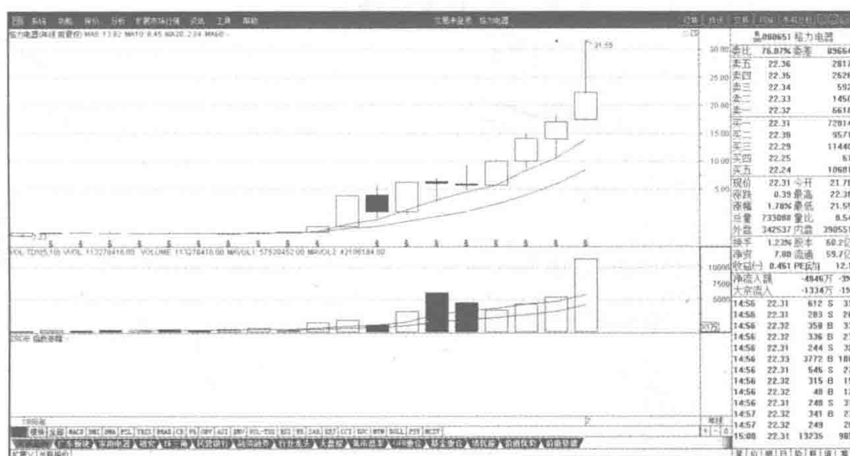


图 5-1 格力电器股价年线图

格力电器目前面临的经营风险很少且明确，即衍生品投资带来的波动影响和一项诉讼，由于是对于整体体量来说，所以不构成重大影响。

未来：格力电器未来的最大风险是市场天花板带来的销售收入增速下降。2014 年收入已出现增速下降的迹象。特别是 2015 年一季度，营业收入同比下降了 1%，为历年来的首次；利润增幅也下移到了 23%，因此，格力电器也暂时性跳出了第 I 象限。

后期如果收入持续出现下滑态势，投资者需特别关注这一个趋势性信号的确认。

如果实现继续增长，一是尚未完全打开的国际销售有可能在未来形成新的经济增长点；二是通过电商、互联网营销等创新营销方式扩大销售；三是新的方向，智能家居、格力手机等新的经济增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点的开拓。

大概率推断，在一两年内，凭借以前的资本实力、成本管控和财务底蕴，格力电器即使收入出现下滑，盈利仍能保持一定的增长。但目前的市场情况下，由于新经济常态下的需求放缓，格力电器面临着巨大的营业收入压力，关键是能否实现突破，重新整合资源，寻求出一个新的经济增长方式。目前的方向是围绕主业的积极拓展，也是未来的方向。

只要格力电器收入增速保持在 15% 以上的水平，格力的内部竞争优势也越明显，利润的增速保持在前几年的水平。但公司最大的压力来自于外部，一是是否会因为整体行业需求放缓带来不可逆的收入下滑趋势；二是公司力推面向市场的智能家居、格力手机等的努力能否达到预期目标。如果解决不好上述问题，格力电器的利润和股价下滑就是大概率事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

巴菲特的投资名言“价值投资不能保证我们盈利，但价值投资给我们提供了走向真正成功的唯一机会”。投资成功的关键在于，当市场价格大大低于公司的价值时，买入优秀公司的股票。

如果你把投资股票当作赌博，那当你在和无数的庄家、牌友同场竞技时，你需要考虑你的优势在哪里，何以制胜；如果把股票投资当作一门学科，一门囊括了数学、统计学、概率学、心理学、战争学等学科的综合性学科，我们就会跳出短时间市场博弈的舞台，转而可以用心去体验一家公司的股价随着其战略、业务、事件等促成的波动，感受其跳动的韵律。

价值投资是系统的方法论，把万千信息数据聚焦，把复杂的投资简单化，按照一定规律方法重整，增加了在股市中获利的概率。这是一个重复的过程，做的时间越长，深入研究的越多，确定性就会越高。这既是一个人投资悟性的体现，也是投资这行终身的自我修养。理性的投资基石是回顾过去，总结现在，展望未来。

如果把时间轴和空间轴拉长，你的对手只有一个人。那就是你自己。

很多价值投资者，在涨了一点时就会落袋为安，暴跌时，慌不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择路地逃跑，几乎每个投资人都经历过这样的心路历程和煎熬。对于自己信仰的坚持，来源于信仰的正确性，我们总要找到一条正确的路，无论它是否坎坷。本书所讲的只是其中一种方法，也出现很多偏差，也在不断验证中。不断纠错、不断优化，甚至是推翻重构，这是每个投资人坚持的路。

所幸，我们还有两个朋友：一个朋友是时间，时间是检验真理的唯一标准。你选择投资一只股票，不应是对明天或后天股票的简单猜想，而应是相对长时间企业发展趋势、经营业绩的判断，时间会验证你的判断。如果企业快速发展，经营业绩达到甚至超越你的预期，股票会给你超预期的收获。另一个朋友就是我们投资的公司。它的荣辱兴衰，关系着我们投资的成败，关注它、了解它，这是我们能够做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

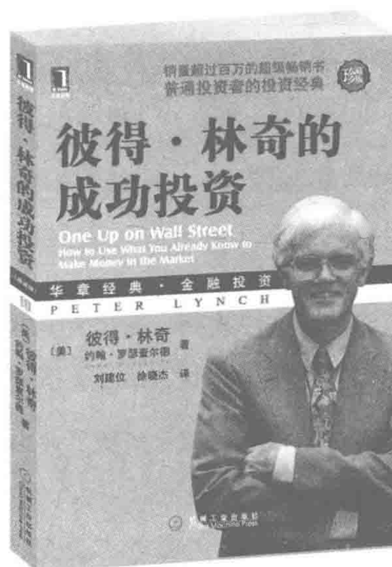
[1] 肖星 . 一本书读懂财报 [M]. 杭州：浙江大学出版社，2014.

[2] 张新民 . 从报表看企业 [M]. 北京：中国人民大学出版社，2012.

[3] 钟朝宏 . 财报这么有趣 [M]. 北京：机械工业出版社，2014.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读



彼得·林奇的成功投资

作者：彼得·林奇 ISBN：978-7-111-30249 定价：38.00元

伟大的机构投资者
富达基金旗下麦哲伦基金掌门人
从2000万到140亿美元神话的缔造者

巴菲特致股东的信

作者：沃伦·巴菲特 ISBN：978-7-111-13303 定价：38.00元

安东尼·波顿的成功投资

作者：安东尼·波顿 ISBN：978-7-111-30024 定价：28.00元

投资先锋：基金教父的资本市场沉思录(上册)

作者：约翰·博格 ISBN：978-7-111-38117 定价：108.00元（上下册）

约翰·聂夫的成功投资（珍藏版）

作者：约翰·聂夫 ISBN：978-7-111-38436 定价：39.00元

利奥·梅拉梅德：逃向期货

作者：利奥·梅拉梅德 ISBN：978-7-111-34719 定价：58.00元

水晶球：吉姆·罗杰斯和他的投资预言（2012年版）

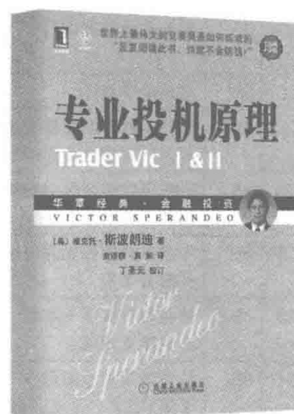
作者：杨青 ISBN：978-7-111-38497 定价：59.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易领域三本必读书







股市趋势技术分析（原书第9版）珍藏版

作者：罗伯特 D. 爱德华兹 ISBN：978-7-111-30606-1 定价：78.00元

华尔街的技术基石
图表分析的权威著作 畅销半个世纪的投资圣经

通向财务自由之路（珍藏版）

作者：范 K. 撒普 ISBN：978-7-111-30628-3 定价：48.00元

交易系统大师倾情力作
使每位投资者都能实现财务自由的经典

专业投机原理（修订版）

作者：维克托·斯波朗迪 ISBN：978-7-111-30246-9 定价：68.00元

世界上最伟大的交易员是如何炼成的
“反复阅读此书，你就不会赔钱！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计极速入职晋级

书号	定价	书名	作者	特点
44258	30	世界上最简单的会计书	（美）达雷尔·穆利斯	被当当、卓越读者誉为最真材实料的易懂又有用的会计入门书
50662	35	财务会计简易入门	钟小灵	言简意赅，只讲非财务人员需要了解的知识，是最节省阅读时间的财务入门书
36702	35	零基础学会计	冯鹏程	带你在最短时间内，明白搞懂会计大小事
39700	32	手把手教你做优秀出纳：从入门到精通（第2版）	出纳训练营	最好的出纳入门书，根据出纳训练营的培训讲义和学员普遍关注的问题编写而成
33466	26	手把手教你做优秀出纳：出纳工作明细手册		最好的出纳操练书，详细介绍63项出纳不可不知的工作项目和规范标准
45154	35	手把手教你做优秀出纳：实账与案例		最好的出纳实账书，案例带你学
35529	39.8	外企财务英语一本通（中英文双语）	朱秀前	日常财务工作，中英文双语讲解； 实际沟通要领，仿真情景详细展示；作者是IB M财务分析师
49654	35	地道英语即学即用（第1季）	毅冰	外贸达人作品，超级有趣轻松；中央人民广播电台专业人员标准配音
38435	30	真账实操学成本核算	鲁爱民	作者是财务总监和会计专家；基本核算要点，手把手讲解；重点账务处理，举例综合演示
50070	39	如何做一名优秀财务主管	张秋利	手把手指点如何提高财务和管理技能，大量过来人经验
44783	39	跟我真账实操学会计		作者是集团财务总监，各类真账带你学
41187	39	手把手教你做优秀税务会计：从入门到精通	蓝敏	作者从事税务实务工作15年，全面讲解税务会计和纳税筹划事项
45964	39	税务稽查应对与维权		偷税是因为查到你偷税；合法是因为没查到你法。这不只是一本税务稽查书，还说了很多税务思维
40147	39	房地产税收面对面	朱光磊	作者是房地产从业者，结合自身工作经验和培训学员常遇问题写成，丰富案例
48423	25	纪小羊和她的财务管理	杨良成	详细讲述新人纪小羊毕业上岗做出纳、会计和财务经理，遇到的各类问题以及纪小羊的师傅是如何指导她顺利解决这些问题的
47318	25	纪小羊和她的会计工作		
46833	25	纪小羊和她的出纳工作		
42838	30	手把手教你做审计：从入门到精通（第2版）	夏伯年	针对审计新手开展审计工作可能会遇到的问题以及解决办法，给予手把手指导
47567	30	会计结账实务大全	胡俊	企业人总结实务，分享案例，让结账变的更正确有序
48156	35	会计新手工作实录：跟财务经理学	徐峥	20多年经验的老会计，实录方式讲解会计工作要点，手把手答疑解惑
48647	39	国际税收面对面：理论与实务	周培勇	作者是外企税务经理，手把手讲解国际税收实务，丰富案例探析相关政策和实践

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为价格信号传递最有效的市场之一，股票市场的各种波动将"价格围绕价值波动"的基本规律演绎出千姿百态。而作为上市公司价值中枢的财务分析，向来是价值投资者们不可或缺的基本功。本书作者作为有着上市公司CFO履职经历的实战型专家，对公司财报、投资价值以及市场波动等方面的观察与研究，更值得广大投资者学习和思考。

——《首席财务官》出版人兼执行总编辑　田茂永

对大多数人来说，股市的涨跌是神秘而不可预测的。对股市的判断要靠直觉和经验，同时更要靠调查和分析。本书从2015年的股市风云说起，引出股票投资的问题和盈利要素以及如何分析选择股票。配合代表性的案例，丝丝入扣，娓娓道来，在讲故事的同时说明深刻的道理，让人倍觉轻松。

——ACCA北京代表处首席代表　于翔天

本书以财务数据为线索，挖掘上市公司的投资价值。分析方法经典，指标选择精要，讲解翔实，专业而不晦涩，能够做到融会贯通，确是一本难得的回归价值投资理念的诚意之作。

——中信证券股份有限公司董事总经理　高占军

数字是天使的语言，掌握了它就能看透天机。本书立足于实战，揭示了如何用财务数据透析股价长期波动的内在规律，让读懂它的交易者们能够把握自己的命运，不怕报表出老千，我命由我不由天。

——雪球人气用户、《百箭穿杨》作者　小小辛巴

江湖传言，股市七亏二平一个赚。多数人败在一个"炒"字。炒家，将精力放在了揣摩亿万交易对手的情绪变化上，并试图掌握这个情绪变化带来的价格波动，很难说这是一个正确的方向。本书作者用他丰富的实践经验，指出了另外一条人烟稀少的赢家之道：着眼于企业，通过对财报关键数据的理解，挖掘出未来牛股。如果你想了解赢家之道，这本书值得一读。

——雪球人气用户、《手把手教你读财报》作者　唐朝



架指导：投资/财务管理
N 978-7-111-51858-7



定价：39.00元

投稿热线：(010) 88379007
客服热线：(010) 68995261　88361066
购书热线：(010) 68326294　88379649　68995259

华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
数字阅读：www.hzmedia.com.cn